نموذج ترخيص

أنا الطالب **بلال جمال أحمد عكاشة** أمنح الجامعة الأردنية و/أو من تفوضه ترخيصا غير حصري دون مقابل بنشر و/أو إستعمال و/أو إستغلال و/أو ترجمة و/أو تصوير و/أو إعادة إنتاج بأي طريقة كانت سواء ورقية و/أو إلكترونية أو غير ذلك رسالة الدكتوراه المقدمة من قبلي وعنوانها:

تمويل عجز الموازنة العامة في الأردن: آثاره وصعوباته

دراسة تحليلية(2005-2015)

وذلك لغايات البحث العلمي و/أو التبادل مع المؤسسات التعليمية والجامعات و/أو لأي غاية أخرى تراها الجامعة الأردنية مناسبة، وأمنح الجامعة حق بالترخيص للغير بجميع أو بعض مارخصته لها.

اسم الطالب: **بلال جمال أحمد عكاشة**

التوقيع:

التاريخ: 2017/12/20

تمويل عجز الموازنة العامة في الأردن: صعوباته وآثاره

دراسة تحليلية (2005 - 2015)

إعداد

بلال جمال أحمد عُكاشة

المُشرف

الأستاذ الدكتور محمد عدينات

قدّمت هذه الأطروحة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في

إقتصاد الأعمال

كلية الدراسات العُليا

الجامعة الأردنية

كانون أول 2017

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الأطروحة(تمويل عجز الموازنة العامة في الأردن: صعوباته وآثاره، دراسة تحليلية (2005-2015)) وأجيزت بتاريخ 2017/12/5.

أعضاء لجنة المناقشة	**التوقيع**
الدكتور محمد خليل عدينات، مشرفاً أستاذ- تنمية إقتصادية	....
الدكتور بشير خليفة الزعبي، عضواً أستاذ، إقتصاد قياسي وإداري	....
الدكتور سعيد محمد الخطيب، عضواً أستاذ، إقتصاد قياسي ونقدي	....
الدكتورة ربا نمر أبو شهاب، عضواً أستاذ مشارك، إقتصاد مالي(جامعة البلقاء التطبيقية)	....

الإهداء

إلى من علماني أن الأعمال الكبيرة لا تتم إلا بالصبر والعزيمة والإصرار...والدي ووالدتي

إلى من أعانوني وشدو من أزري وعزيمتي..........إخواني وأخواتي

إلى من سارت معي نحو الحلم خطوة بخطوة.......... زوجتي الحبيبة

إلى فلذات كبدي الذين حرمتهم من وقتي........... بنتي وولديّ

أهدي هذا البحث

مع خالص المحبة والمودة

بلال عكاشة

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمَّد وعلى آله وصحبه ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين، وبعد..

فإني أشكر الله تعالى أن أتاح لي إنجاز هذا العمل بفضله، فله الحمد أولاً وآخراً.

ثم أتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي المشرف على الرسالة معالي الأستاذ الدكتور محمد عدينات، هذه القامة العلمية والشخصية العامة، صاحب العقل المنير، الذي لم يدَّخر جهداً في مساعدتي، كما هي عادته مع كل طلبة العلم، فقد فتح لي قلبة وعقله ونهلت من خبرته الواسعة، وكان خير مرشد وموجه لي، فلم يبخل عليّ يوما بوقته وعلمه، ومتابعته الحثيثة، لأتمكن من إخراج هذا العمل بأحسن صورة، فله من الله الأجر، ومني كل محبة واحترام وتقدير، حفظه الله ومتّعه بموفور الصحة والعافية.

كما أتقدم بالشكر الخاص المقرون بالاحترام والتقدير لأعضاء لجنة المناقشة، عطوفة الأستاذ الدكتور بشير خليفة الزعبي، وسعادة الأستاذ الدكتور سعيد الخطيب، وسعادة الدكتورة ربا أبو شهاب، أولئك الأخيار، الذين مهدوا عبر الأجيال طريق العلم والمعرفة، وتميزوا بعلمهم وعطائهم، وتفضلوا بقبول مناقشة هذه الرسالة، وتحمُّلوا عناء القراءة، لتقويم هذا العمل، وإخراجه بصورة علمية سليمة، حفظهم الله، ومتعهم بالصحة، ونفعنا بعلمهم.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى صديقي الدكتور عبد الله الغزو، الذي كان خير عون لي كلما احتجته، والشكر الجزيل إلى كل أقاربي، وأخوالي، وأصدقائي، وزملائي في ديوان المحاسبة، الذين ما انفكوا بالسؤال عن دراستي، فكان ذلك دافعا لي لإكمالها وبتفوّق.

بلال عكاشة

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

تمويل عجز الموازنة العامة في الأردن: صعوباته وآثاره

دراسة تحليلية (2005-2015)

إعداد

بلال جمال أحمد عُكاشة

المُشرف

الأستاذ الدكتور محمد عدينات

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل صعوبات تمويل عجز الموازنة وآثارهذه الصعوبات على المالية العامة في الأردن خلال الفترة(2005-2015)، من خلال دراسة وتحليل تطوّر عجز الموازنة العامة، والأسباب التي أدت الى استمرار وتزايد هذا العجز. وتحليل موازنة التمويل، من حيث مصادر التمويل والاستخدامات، والتغيرات التي طرأت على طرق الاقتراض. تبنّت الدراسة مؤشرا لصعوبة الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة، وهو معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية (Bid-to-Cover ratio)، حيث تضمنت الدراسة تحليلا معمقاً لمعدلات تغطية المزادات على أذونات وسندات الخزينة، من خلال دراسة وتحليل تطور حجم الودائع، والتغير في السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي، وأثرهما على معدلات التغطية، وعلى أسعار الفائدة على أذونات وسندات الخزينة. وقد تناول هذا التحليل البيانات ربع السنوية لفترة الدراسة.

تنوعت أساليب التحليل، فتوسعت الدراسة بالتحليل الكمي والوصفي، باستخدام الجداول التحليلية، التي تضمنت تحليلا للبيانات السنوية والربعية، ونسب النمو، وتحليل الاتجاهات للمتغيرات، وتفسير العلاقات الاقتصادية والمالية، كما تم استخدام منهج التحليل القياسي.

إن أهم النتائج التي توصلت لها الدراسة أظهرت أن استمرار الحكومة بالتوسع بالاقتراض الداخلي شكّل ضغطاً على السيولة لدى الجهاز المصرفي، فانخفض معدل التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية، وصاحب ذلك ارتفاع في معدلات الفائدة عليها. كما أدت صعوبة الاقتراض الداخلي إلى توجه الحكومة نحو الاقتراض الخارجي لتمويل العجزإلا أن شروط الاقتراض الخارجي لم تكن سهلة نتيجة تخفيض التصنيف الائتماني للأردن. وقد ساعد في حل

هذه المشكلة أن لجأت الحكومة للحصول على كفالة الحكومة الأمريكية لغايات إصدار سندات اليورو بوندز في الأسواق المالية العالمية بمعدلات فائدة معقولة، كون الولايات المتحدة تتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع.

وقدمت الدراسة مجموعة من التوصيات والتي من أهمها؛ ضرورة اتخاذ الحكومة سياسات وإجراءات اقتصادية ومالية ملائمة تساهم في النمو الاقتصادي، وإعادة ترتيب أولويات الإنفاق الحكومي وفقا للموازنة الموجهة بالنتائج (Result Oriented Budget)، وتفعيل قانون الشراكة بين القطاعين العام والخاص((Public-Private Partnership(PPP)، وتوليف السوق المالي الثانوي المحلي ليصبح الجهة الرئيسة التي يتم فيها طرح وتداول الأوراق المالية الحكومية.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 مقدّمة

شهد الأردن خلال السنوات القليلة الماضية صعوبات في الاقتراض لتمويل عجز الموازنة العامة. هذه الصعوبات كانت محصلة للعجز المزمن في الموازنة العامة، الذي نتج عن التوسع المستمر بالإنفاق الحكومي، دون أن يواكب هذا التوسع زيادة مماثلة في إجمالي الإيرادات العامة.

إن السياسات الحكومية المتمثلة بدعم بعض السلع الأساسية، كالطحين والمياه والكهرباء، والتزامن في سياسات الدعم هذه، والظروف الإقليمية والدولية التي تمثلت بحالة عدم الاستقرار في الدول المحيطة بالأردن، وارتدادات الأزمة المالية العالمية، وارتفاع أسعار النفط ، أدى إلى تزايد الفجوة بين النفقات والإيرادات. يضاف الى ذلك أن إنخفاض كفاءة الإدارة الضريبية، وعدم قدرة النظام الضريبي على مواكبة التوسع بالإنفاق الحكومي، أدى إلى زيادة عجز الموازنة العامة؛ فتزايدت الحاجة لمزيد من الاقتراض لتمويله.

كما أن المالية العامة في الأردن عانت خلال السنوات الماضية من نقص في التخطيط المتكامل لتمويل عجز الموازنة؛ مما أدى إلى تكرار إصدار ملاحق للموازنة العامة، ولكن التعديلات الدستورية في عام 2011 حدّت من إصدار مثل هذه الملاحق؛ مما جعل الحكومة تتمادى في الاقتراض الداخلي من الجهاز المصرفي وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

كل ذلك انعكس بصورة سلبية على هيكل التمويل وعلى تركيبة الدين العام، فأصبح جزء من تمويل المشاريع الرأسمالية التي تعتبر استثمارات طويلة الأجل، يتم من خلال اقتراض حكومي قصير ومتوسط الأجل، فشكل ذلك ضغطا إضافيا على عجز الموازنة، وتزايد عبء الدين العام (خدمته من الأقساط والفوائد)، وتم تجاوز قانون الدين العام؛ فزادت نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي عن النسب المسموح بها في هذا القانون.

يستطيع المتخصص التعرف على مشكلة تمويل عجز الموازنة من خلال تحليله لمعدلات تغطية المزادات على إصدارات الأوراق المالية الحكومية(Bid-to-Cover Ratio) من قبل البنوك والمؤسسات المالية المحلية. ففي عامي 2012 و2013 ونتيجة استمرار الحكومة بالتوسع بالاقتراض الداخلي، فقد أدى ذلك للضغط على السيولة لدى الجهاز المصرفي، فانخفض معدل

التغطية على المزادات، وصاحب ذلك ارتفاع في معدلات الفائدة عليها، حيث وصل معدل الفائدة على السندات والأذونات في بعض المزادات ما يقارب معدل فائدة الإقراض الرئيسي (Prime Lending Rate)، الذي يتم الإقراض به لكبار عملاء البنوك من القطاع الخاص، وهذا حدث لأول مرة؛ مما أوجد صعوبة لدى الحكومة في تمويل عجز الموازنة.

هذا أدى إلى توجه الحكومة نحو الاقتراض الخارجي لسد العجز، إلا أن شروط الاقتراض الخارجي لم تكن سهلة نتيجة الآثار السلبية التي نشأت عن التوسع بالاقتراض الداخلي، الذي ساهم أيضا في تخفيض التصنيف الائتماني للأردن، حيث وصل في عام 2012 إلى(-B) مع نظرة مستقبلية سلبية حسب تصنيف مؤسسة موديز. هذا يعني أن الاقتراض كان بمعدل فائدة أعلى من الأسواق المالية العالمية، فحاولت الحكومة طرح سندات يورو(يورو بوندز) في الأسواق الدولية، فكان ذلك ضمن شروط صعبة. وقد ساعد في حل هذه المشكلة أن لجأت الحكومة للحصول على كفالة الحكومة الأمريكية لغايات الاقتراض من الأسواق المالية العالمية بمعدلات فائدة معقولة، كون الولايات المتحدة تتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع حسب مؤسسات التصنيف العالمية، فتم إصدار سندات (يوروبوندز) في الأسواق المالية العالمية بكفالة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية.

إن معظم الدراسات السابقة ركزت على دراسة عجز الموازنة العامة والدين العام وآثارهما الاقتصادية، ولم نجد دراسات تُذكر فيما يخص إشكاليات تمويل عجز الموازنة، سواء بالاقتراض الداخلي أو الخارجي. لذا جاءت هذه الدراسة لسد هذا النقص في الأدب الاقتصادي حول صعوبة تمويل عجز الموازنة وأسبابه وآثاره.

2-1 مشكلة الدراسة

تبرز مشكلة الدراسة في أن صعوبة الاقتراض لتمويل عجز الموازنة تمثل مشكلة تؤثر سلبا على قيام الحكومة بتأدية وظائفها الرئيسة، وتحدّ من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وديونها، وترفع من معدلات الفوائد على الاقتراض الحكومي، وبالتالي زيادة عبء الدين العام (خدمته من الأقساط والفوائد).

اقتصاديا يعتبر الاقتراض - بشكل عام - مشكلة بحد ذاتها، وكذلك الأمر بالنسبة لتمويل العجز في الموازنة، ولكن تزداد المشكلة إذا رافق ذلك صعوبات في تمويل العجز والاقتراض. لذا فإن صعوبة تمويل عجز الموازنة المتمثلة في صعوبة الاقتراض الداخلي، أدى إلى انخفاض معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية، وارتفاع حاد في أسعار الفائدة، وصعوبة في

الاقتراض الخارجي، وصعوبة في سداد الديون، وانخفاض التصنيف الائتماني للأردن. هذا اضطر الحكومة إلى اتخاذ قرار برفع الدعم عن بعض السلع، كالمحروقات والكهرباء، والحد بشكل كبيرمن التوظيف في القطاع العام، ولجوئها لطلب المنح الخارجية للمساعدة في تمويل هذا العجز.

3-1 أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في تحليل إشكالية تمويل عجز الموازنة العامة في الأردن، حيث أن أغلب الدراسات السابقة تناولت ظاهرة عجز الموازنة أو الدين العام، وآثارهما الاقتصادية، دون التعرض لصعوبات تمويل العجز.

إن الأردن - وبعد انتهاء برنامج التصحيح الاقتصادي في بداية القرن الحالي - لم يكن قد واجه هذا المستوى من المشكلة، ولكن الزيادة المستمرة في عجز الموازنة، واللجوء المتكرر لتمويله من خلال الاعتماد على الاقتراض تولّد عن ذلك صعوبة في تمويل عجز الموازنة، وآثار سلبية على المالية العامة. فقد صاحب ذلك تغير في حجم وتركيبة الدين العام في الأردن(الداخلي و الخارجي؛ مما أدى إلى الضغط على السيولة المتوفرة لدى الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، فانخفضت معدلات تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية (الأذونات والسندات)، وارتفع معدل الفائدة عليها، فزادت خدمة الدين من الأقساط والفوائد، وتراجع التصنيف الائتماني للأردن، وتولّدت صعوبة في الحصول على تمويل خارجي بشروط سهلة.

4-1 أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

1- تحليل تطور عجز الموازنة في الأردن، والأسباب الرئيسة التي أدت إلى هذا العجز.
2- تحليل موازنة التمويل، من حيث مصادر التمويل والاستخدامات، ودراسة وتحليل التغير في تركيبة الدين العام، وفي خدمة الدين، وآجال التمويل.
3- دراسة وتحليل صعوبات تمويل عجز الموازنة، والتغيرات التي طرأت على طرق الاقتراض الداخلي والخارجي، وإجراء تحليل تاريخي للمتغيرات ذات العلاقة، وتحليل تطوّر مستوى الدين العام، ونسبتة للناتج المحلي الإجمالي، ومدى الالتزام بقانون إدارة الدين العام.
4- دراسة الأسباب التي أدت إلى صعوبات الاقتراض لتمويل العجز، من خلال دراسة المتغيرات التي تؤثر في هذا الجانب، كمستوى العجز، وتراكمه، وسلوك البنوك والمؤسسات المالية المحلية -خصوصا الرئيسة منها - في عملية شراء الأوراق المالية الحكومية، ودراسة

المحددات لدى هذه الجهات، مثل الودائع، والسيولة الفائضة، والتركزات الائتمانية لديها ، ودراسة حجم الائتمان الممنوح من قبلها لكل من القطاعين العام والخاص.

5- تحليل ودراسة المتغيرات ذات العلاقة بتمويل عجز الموازنة؛ كمعدل التغطية على مزادات الأذونات والسندات الحكومية، ومعدلات الفائدة على هذه المزادات، التي نتجت عن تغير هيكل (تركيبة) الدين العام بين الاقتراض الداخلي والخارجي، وما صاحبها من تغيّر في خدمة الدين من أقساط وفوائد.

6- تحليل التغيرات التي طرأت على التصنيف الائتماني للأردن، وتفسير هذه التغيرات من خلال تحليل العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني، وارتباطها بصعوبات تمويل عجز الموازنة، وذلك من خلال دراسة وتحليل البيانات الصادرة عن مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية مثل ستاندارد أند بورز وموديز بخصوص الأردن.

7- دراسة صعوبات التمويل التي رافقت الاقتراض الخارجي، من خلال تحليل أثر التغيّر في سعر الصرف على حجم الدين العام الخارجي.

8- التوصل لاستنتاجات حول الصعوبات التي واجهت تمويل عجزالموازنة، وخاصة الاقتراض الداخلي، وفيما إذا كانت إدارة الاقتراض الحكومي قد انسجمت مع الهدف الأساسي، وهو تلبية الاحتياجات التمويلية الحكومية، وضمان الوفاء بالالتزامات بأقل تكلفة، وضمن استحقاقات تتناسب مع طبيعة الاقتراض، وتقديم مقترحات وتوصيات حول طرق العلاج وفقا لمتطلبات حالة الأردن.

5-1 فرضيات الدراسة

تحاول هذه الدراسة الإجابة على بعض الأسئلة واختبار بعض الفرضيات الرئيسة في ظل النماذج القياسية والإجراءات التحليلية، وكالتالي:

1- لايوجد علاقة بين تغير طُرق الاقتراض الحكومي لتمويل عجز الموازنة وخدمة الدين العام من الأقساط والفوائد.

2- لايوجد علاقة بين تغير طُرق الإقتراض الحكومي لتمويل عجز الموازنة وآجال التمويل.

3- لايوجد علاقة بين الإحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية ومعدلات الفائدة على الأوراق المالية الحكومية.

4- لايوجد علاقة بين الإئتمان الممنوح من البنوك للقطاع الخاص والائتمان الممنوح منها للقطاع العام(للحكومة).

5- لايوجد علاقة بين تطور رصيد وتغير تركيبة الدين العام والتصنيف الإئتماني للأردن.

6- لايوجد تأثير للتغير في سعر صرف الدولار مقابل العملات الأجنبية الأخرى على رصيد الدين العام الخارجي.

7- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية على صعوبة تمويل عجز الموازنة (مقاسا بمعدل التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية).

8- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لحجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص على صعوبة تمويل عجز الموازنة (مقاسا بمعدل التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية).

9- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لحجم عجز الموازنة على صعوبة تمويل عجز الموازنة (مقاسا بمعدل التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية).

10- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمعدل فائدة الاقراض لأفضل العملاء على صعوبة تمويل عجز الموازنة (مقاسا بمعدل التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية).

6-1 مصادر البيانات

تعتمد هذه الدراسة على البيانات المنشورة من قبل المصادر المحلية المختلفة، مثل التقارير السنوية والنشرات الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني، ونشرات دائرة الإحصاءات العامة،والحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة، ونشرات مالية الحكومة العامة والدين العام الصادرة عن وزارة المالية، والبيانات المالية للبنوك التجارية وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

7-1 تسلسل الدراسة

تتكون هذه الدراسة من ثمانية فصول:

1- الفصل الأول: يتناول الإطار العام للدراسة؛ من مقدمة، ومشكلة الدراسة، وأهمية الدراسة، وأهداف الدراسة، وفرضيات الدراسة، ومصادر البيانات، ومميّزات الدراسة، والدراسات السابقة، والمنهجية.

2- الفصل الثاني: يتناول الإطار النظري لموضوع تمويل عجز الموازنة بشكل عام، وصعوبات تمويل هذا العجز، وأسبابها وتأثيراتها بشكل خاص، من الناحية النظرية.

3- الفصل الثالث :يتضمن تحليلا لأبرز التطورات الاقتصادية، وتطوّر عجز الموازنة العامة، حيث يتناول أهم المؤشرات الاقتصادية، وتحليل العجز، والنفقات، والإيرادات، والانحراف بين العجز المقدّر والعجز الفعلي، وأبرز التغيرات التي حدثت خلال الفترة التي شملتها الدراسة.

4- الفصل الرابع: يتناول الاقتراض وتمويل عجز الموازنة العامة في الأردن، من خلال دراسة وتحليل موازنة التمويل، وربطها بعجز الموازنة العامة، والتغيرات التي طرأت على تركيبة الدين العام، وأدواته، وانعكاساته على أداء الدين العام. كما يتناول هذا الفصل تحليلاً لعبء الدين العام وخدمته من الأقساط والفوائد، وآجال استحقاقات الدين الداخلي والخارجي، وأثر ذلك على التصنيف الائتماني للأردن، وفق مؤسسات التصنيف الدولية، وأثر التغير في سعر الصرف على حجم الدين العام الخارجي.

5- الفصل الخامس: يستعرض تمويل عجز الموازنة والسيولة لدى الجهاز المصرفي، من خلال تحليل تطور حجم الودائع، والسيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي، والائتمان الممنوح من القطاع المصرفي للقطاعين العام والخاص.

6- الفصل السادس: يتناول دراسة وتحليل البيانات ربع السنوية لنتائج مزادات الأوراق المالية الحكومية؛ من حيث معدلات التغطية، ومعدلات الفائدة عليها، وسلوك البنوك التجارية والمؤسسات المالية التي تشتري السندات والأذونات الحكومية، وتأثيراتها على صعوبة تمويل عجز الموازنة، من خلال دراسة السيولة المتوفرة لدى هذه الجهات.

7- الفصل السابع: يتضمن التحليل القياسي، والاختبارات المرتبطة به، ونتائج التقدير، وتحليل هذه النتائج.

8- الفصل الثامن: يقدم عرضاً بالنتائج التي توصلت إليها الدراسة، سواء نتائج التحليل الكمي والتفسيري، أوالقياسي، وينتهي بالتوصيات.

8-1 مميزات الدراسة

تعتبر هذه الدراسة من الدراسات السبّاقة في موضوع دراسة صعوبات وآثار تمويل عجز الموازنة العامة في الأردن، حيث أن أغلب الدراسات السابقة تناولت مشكلة عجز الموازنة، أو الدين العام، وآثارهما الاقتصادية.

فالدراسة تبنّت متغيرا جديدا كمؤشر لصعوبة تمويل عجز الموازنة، وهو معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية (Bid-to-Cover ratio). وحسب نشرات الدين العام الصادرة عن وزارة المالية فإن معدل التغطية يساوي المبلغ المعروض (Offered Amount) من البنوك لشراء الأذونات والسندات الحكومية مقسوما على مبلغ الإصدارالفعلي (Issued Amount) الذي تطرحه الحكومة من خلال البنك المركزي. لم نجد دراسات سابقة تناولت معدل تغطية مزادات الأوراق وعلاقته بتمويل عجز الموازنة، وحيث أن معدل التغطية يعتبر مؤشراً على مدى نجاح مزادات الأوراق المالية الحكومية (https://en.wikipedia.org)، لذا تم إختياره في هذه

الدراسة كمؤشر لصعوبة الإقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة، فكلما انخفض معدل التغطية فإن ذلك يعتبر مؤشرا على زيادة الصعوبة في تمويل عجز الموازنة، في حين يعتبر ارتفاع معدل التغطية مؤشرا على عدم وجود صعوبة في الاقتراض الداخلي.

وتستعرض هذه الدراسة تحليلاً لموازنة التمويل، من حيث مصادر التمويل واستخداماتها، وتحليل التطور في رصيد الدين العام، والتغير في تركيبته ، والأسباب التي أدت إلى زيادته وتراكمه، ومدى انسجام ذلك مع قانون إدارة الدين العام في الأردن. كما تتناول الدراسة التغيّرات التي حدثت على التصنيف الائتماني للأردن، إضافة لتحليل أثر السيولة الفائضة في القطاع المصرفي، والتركزات الائتمانية لديها على صعوبة تمويل عجز الموازنة.

9-1 الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات المحلية، والعربية، والدولية، التي تناولت عجز الموازنة والدين العام وآثارها الاقتصادية، إلا أنه وبحدود معرفة الباحث، فإن الدراسات حول صعوبة تمويل عجز الموازنة، وأسبابها، وآثارها، والمتغيرات التي ستتناولها هذه الدراسة كانت محدودة، خصوصا على المستوى المحلي والعربي، وفيما يلي بيان لبعض الدراسات التي تم الاطلاع عليها، ولها صلة بالدراسة مدار البحث:

1-9-1 الدراسات المحلية

- دراسة (الواكد، 1993) بعنوان: الدين العام الداخلي في الأردن: تطوره وآثاره الاقتصادية. وقد هدفت إلى دراسة، وتحليل الدين العام الداخلي في الأردن، من حيث الحجم، وعبء خدمته وسداده، وأثره على الناتج القومي الإجمالي، والتضخم، للفترة1969-1991 ، وبينت الدراسة أن الدين العام نما بشكل كبير، وأنه يؤثر بشكل طردي على كل من: عرض النقد، والناتج القومي الإجمالي، و التضخم.
- دراسة (سماره، 1999) بعنوان: إدارة المديونية الخارجية في الأردن. وقد تناولت هذه الدراسة تحليلا لحجم، وتركيبة هذه المديونية، وتطور شروطها، ومؤشراتها قبل الأزمة الاقتصادية التي حدثت في الأردن عام 1988. خلصت الدراسة إلى أن الأسباب الداخلية؛ كعجز الموازنة، وميزان المدفوعات، والأسباب الخارجية؛ كتدهور شروط الاقتراض، والتبادل التجاري، وانخفاض أسعار البترول، كانت وراء تفاقم أزمة المديونية في الأردن، وأن هذا يتطلب الاستمرار في سياسات التصحيح الاقتصادي.

- دراسة(Bader,2009) وعنوانها: المحددات الرئيسة للدين العام في الأردن، للفترة1980 -2005. استخدمت هذه ادراسة الأسلوب القياسي، حيث تناولت المحددات، والعوامل المؤثرة في الدين العام الداخلي، والخارجي، كعجز الموازنة، والمساعدات الخارجية، وفجوة الادخار. وخلصت الدراسة إلى أن ازدياد مستوى الدين العام، وخدمته، تعيق قدرة الاقتصاد الوطني على تحقيق نمو مستمر، وأن سعر الصرف، والمساعدات الخارجية، والوضع المالي للحكومة، جميعها تؤثر بشكل مباشر في مستوى الدين العام.

- دراسة (الحصري، 2010) بعنوان: عجز الموازنة ومعدل الفائدة في الأردن للفترة 1996-2008. وقد توصلت الدراسة إلى أن عجز الموازنة له أثر إيجابي على معدل الفائدة، حيث إن زيادة العجز ستؤدي الى زيادة الاقتراض لتغطيته، وبالتالي تزيد النفقات الحكومية لسداد ما يترتب على خدمة الدين. كما يؤثر في الاستثمار الخاص، فيؤدي إلى توجه البنوك لزيادة اسعار الفائدة على الودائع، لاستقطاب المزيد من ودائع العملاء، وهذا سيرفع من كلفة الاقتراض لدى القطاع الخاص، وبالتالي يؤثر سلبا في الاستثمار الخاص.

- دراسة (القضاة، 2013) بعنوان: أثر عبء الدين العام الخارجي على النمو الاقتصادي في الأردن. وقد استخدمت الدراسة نموذج قياسي معدّل لدالة الإنتاج الكلاسيكية، وذلك بإدخال عبء الدين العام الخارجي كمتغير ثالث، باعتبار أن هذا العبء يؤثر سلبا في إنتاجية عنصري العمل ورأس المال، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية طويلة الأجل بين عبء الدين العام الخارجي، والنمو الاقتصادي، خلال فترة الدراسة.

- دراسة (العمر،إبراهيم 2013)بعنوان: أثر عجز الموازنة على معدل الفائدة في الأردن للفترة 1996 -2008. وهدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين عجز الموازنة العامة، ومعدل الفائدة على الودائع لأجل، واستخدمت الدراسة التحليل القياسي، وخلصت بأن عجز الموازنة له أثر إيجابي على معدل الفائدة، على الودائع لأجل في الأردن، ولكن هذا الأثر لم يكن له معنوية إحصائية، وهو ما يشير إلى عدم إثبات أثر للمزاحمة في الأردن، حسب رأي الباحثين، فدخول الحكومة كمنافس للقطاع الخاص على الموارد المالية، قد يرفع من مستوى الطلب الكلي على القروض، ولكن لن يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة، وبالشكل الذي قد يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص على الاقتراض من البنوك المحلية.

- دراسة (العضايلة، راضي 2014) بعنوان:هيكل الدين العام في الأردن وتأثيره على النمو الاقتصادي، وهدفت إلى دراسة هيكل الدين العام في الأردن، وتأثيره على النمو الاقتصادي، خلال الفترة 1980-2012. حيث تمّ استخدام الأساليب الإحصائية التالية: منهجيّة التكامل

المشترك لجوهانسون، واختبار نموذج تصحيح الخطأ، بهدف معرفة العلاقة بين كل من الدين الداخلي، والدين الخارجي منسوبا للناتج المحلي الإجمالي كمتغيرات مستقلة، وإجمالي الدين منسوبا إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المُصححة كلياً، لغايات بيان تأثير الدين الداخلي والخارجي على النمو الاقتصادي. وبالاعتماد على قيم المعلمات في المعادلات، فقد تبيّن أن القروض الخارجيّة لها تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، بالمقابل كان تأثير الدين الداخلي ايجابيا على الناتج المحلي الإجمالي. وقد أوصت الدراسة بإعادة النظر في سياسة الاقتراض الخارجي، وتوجيه هذه القروض للاستثمار في المشروعات الإنتاجية، وذلك للحدّ من أعباء خدمة الدين .

- دراسة (الحباشنه، فضل المولى وآخرون،2014) بعنوان: عبء الدين العام على الاقتصاد الأردني. وهدفت هذه الدراسة إلى بيان أثرعبء الدين العام على النمو الاقتصادي، للفترة 1980-2011. وقد استعرضت تطور الدين العام، وخدمته، وتم احتساب بعض النسب؛ كنسبة خدمة الدين الخارجي للصادرات، ونسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي، وخلصت النتائج الرئيسة للدراسة إلى أن عبء الدين سيتزايد في المدى الطويل، وأوصت الدراسة بضرورة تجنب الدين الخارجي، ذي الشروط الصعبة، وإعادة توجيه الاقتراض نحو القطاعات الأكثر تأثيراً في الاقتصاد.

2-9-1 الدراسات العربية

- دراسة (الساعاتي، 1996) بعنوان: الدين العام والقراض (المشاركة بالأرباح) وأثرهما على الرفاه. وهدفت الدراسة إلى مناقشة مزايا تمويل عجز الميزانية من خلال القراض، بالمقارنة مع تمويله بأسلوب القروض العامة الربوية، حيث تم افتراض أن سعر الفائدة الحقيقي على القروض الحكومية أعلى من معدل الفائدة التوازني. خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية بين القروض الحكومية والناتج القومي الإجمالي، وأن استخدام أسلوب القراض (المشاركة بالأرباح) لتمويل المشاريع العامة المدرة للدخل، سيحقق التوازن الأمثل لدالة الرفاه الاجتماعي.
- دراسة (الجهني، 2006) بعنوان: أثر العجز في الإنفاق الحكومي على ربحية واحتياطيات النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية. وهدفت لدراسة الآثار الاقتصادية لعجز الموازنة العامة في السعودية على ربحية، واحتياطيات النظام المصرفي من العملات الأجنبية، وقد استخدم الباحث نماذج قياسية، فالنموذج الأول ربط بين معدل التغير بالأصول الأجنبية إلى إجمالي أصول المصارف التجارية كمتغير تابع، ومعدل التغير في العجز السنوي للإنفاق

الحكومي إلى إجمالي الناتج القومي، وإبطاء المتغير التابع لمدة سنة، كمتغيرين مستقلين. والنموذج الثاني ربط بين معدل التغير بالأصول الأجنبية إلى إجمالي أصول مؤسسة النقد السعودي كمتغير تابع، مع معدل التغير في العجز السنوي في الإنفاق الحكومي إلى إجمالي الناتج القومي، وإبطاء المتغير التابع لمدة سنة، كمتغيرين مستقلين. والنموذج الثالث ربط بين معدل التغير في العائد على الأصول في النظام المصرفي الخاص كمتغير تابع، مع معدل التغير في العجز السنوي في الإنفاق الحكومي إلى إجمالي الناتج القومي، وإبطاء المتغير التابع، كمتغيرين مستقلين. وخلصت الدراسة إلى أن ربحية المصارف التجارية في السعودية تتأثر إيجابا بالعجز في الإنفاق الحكومي، وأن ذلك قد يرجع إلى وجود فائض سيولة لدى هذه المصارف.

- دراسة(Fayed,2012) بعنوان: الاقتراض الحكومي وأثر المزاحمة :حالة مصر. حيث تناولت الدراسة تطور تركيبة الدين العام في مصر، وتزايد الاعتماد على الاقتراض من البنوك المحلية، ومن خلال نموذج قياسي، اعتبرت الدراسة أن حجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الإنتاج الصناعي هو المتغير التابع، أما المتغيرات المستقلة فهي: نسبة الاقتراض الحكومي للإنتاج الصناعي، ولوغاريتم الإنتاج الصناعي، ومستوى التوسيط المالي، والنوعية المؤسسية، وسعر فائدة الإقراض. حيث بينت أن هناك تأثيراً ذا دلالة إحصائية للاقتراض الحكومي على إقراض القطاع الخاص، وهذا يرجع إلى اتباع البنوك الكسولة(Lazy Banks)، سياسة الاقراض السهلة للقطاع الحكومي، وذلك عوضا عن التوسع بالإقراض للقطاع الخاص.

3-9-1 الدراسات الأجنبية

- دراسة (Kremers,1987) حول تمويل عجز الموازنة في هولندا (Financing Budget Deficit in Netherland)، حيث تناولت أهمية الضبط متوسط الأجل لتمويل المالية العامة، كمتطلب مسبق لحسن إدارة الدين العام، وتناولت السياسات المرحلية التي تم اتباعها في هولندا، خلال الستينات والسبعينات من القرن الماضي، حيث تزامن تمويل عجز الموازنة من خلال الاقتراض، مع تمويله من خلال إصدار النقد، والتحكم بعرض النقد(M2).
- دراسة(Beaugrand,2002) حول خيارات تمويل عجز الموازنة من الدين الخارجي والداخلي، لدول وسط وغرب إفريقيا (The Choice between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficit: The case of Central and west African Countries). تناولت هذه الدراسة طرق تمويل عجز الموازنة، والآثار المالية لكل من الاقتراض المحلي والخارجي، وأن هناك خيارات مختلفة لتمويل عجز الموازنة، ولكل منها إيجابيات، وكُلف.

وبينت الدراسة أن الاقتراض الخارجي السيادي يُعتبر جاذبا لتمويل عجز الموازنة، ولكن يبقى تحت اعتبارات انخفاض سعر صرف العملة(devaluation)، وعدم وضوح التوقعات المستقبلية، في ضوء ظروف اقتصادية متقلبة، ويبقى هناك خيارات أمام الحكومة للتوسع في الاقتراض الحكومي الداخلي من أجل تحويل المدخرات، وتطوير السوق المالية المحلية.

- دراسة(Ahmad,2010) حول إدارة الدين العام وآثارها على الاستقرار المالي (Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications) ، حيث تناولت هذه الدراسة العلاقة بين مستوى الدين العام، وطرق إدارته، والاستقرار المالي، وأن عملية إدارة الدين العام يجب أن تُحلّل بحذرمن قبل مديري الدين العام، نظرا لتأثيرها على المركز المالي للحكومة، وعلى التطور الاقتصادي الكلي، والنظام المالي. وتوصلت الدراسة إلى أن عدم ملاءمة هيكل الدين العام، وضعف إدارة الدين، ستؤثر على قدرة الدولة في الحفاظ على الاستقرار المالي، وأنه لابد من إيجاد هيكل للمطلوبات الحكومية، تجعل من السهل إدارة مخاطر تسديد الديون، وتفعيل آليات للتدخل في سوق الأوراق المالية المحلية في الحالات الطارئة.

- دراسة(Zigman,2011) بعنوان "أثر السياسة المالية على هوامش العائد على السندات الحكومية في الأسواق الناشئة(The Impact of Fiscal policy on Government Bond Spread in Emerging Markets) . وتم استخدام المنهج التحليلي الإحصائي، من خلال حساب معامل الارتباط بين عجز الموازنة، وهامش العائد على السندات الحكومية. وقد بينت الدراسة وجود علاقة ارتباط إيجابية قوية بين المتغيرين، حيث أنه كلما زاد عجز الموازنة، فإن هامش العائد يزداد، وتم استخدام نفس المعامل للعلاقة بين مستوى الدين العام، وهامش العوائد. وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط وثيق بينهما، حيث أنه في جميع الدول التي شملتها الدراسة، فإنه كلما كان مستوى الدين العام منخفضا، فإن هامش العائد يكون منخفضا. كما تم استخدام الأسلوب القياسي، حيث اعتبرت الدراسة أن هامش العائد على السندات الحكومية (Spread)هو المتغير التابع، أما المتغيرات المستقلة فهي: نسبة الدين العام الداخلي للناتج المحلي الإجمالي، ونسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة في المنطقة الأوروبية، والنمو بالناتج المحلي الحقيقي، ونسبة الدين العام الخارجي للناتج المحلي الإجمالي. ووجدت الدراسة أن هذه المتغيرات لها تأثير ذو دلالة إحصائية، حيث أن عجز الموازنة، والدين الداخلي، وسعر الفائدة، والناتج المحلي الحقيقي، لها تأثير سلبي على هامش العائد، فيما يؤثر الدين الخارجي بشكل إيجابي على هامش العائد على السندات الحكومية.

- دراسة (Bonner,2014) بعنوان "المعالجة التنظيمية المفضلة وطلب البنوك على السندات الحكومية" (Preferential Regulatory Treatment and Bank`s Demand for Government Bonds)، لمجموعة من الدول الأوروبية. حيث تناولت تحليلا لأثر الجوانب التنظيمية لكل من: السيولة، ورأس المال التنظيمي، على طلب البنوك على السندات الحكومية. وباستخدام التحليل القياسي، فإن طلب البنوك على السندات الحكومية كمتغير تابع، يتأثر بكل من معدل السيولة، ومعدل رأس المال، والاحتياطيات، وبأنظمة الضبط. وقد وجدت الدراسة أنه كلما كان هناك قدرة لدى البنوك على الوفاء بالشروط التنظيمية المفروضة عليها، فإن ذلك سيؤدي لمزيد من الإقبال على شراء السندات الحكومية. كما خلصت الدراسة إلى أنه كلما زادت المحفظة المحتفظ بها من السندات الحكومية، فإن ذلك يؤدي لانخفاض الأرباح، وفي أوقات الأزمات، أصبح الإقراض أكثر باتجاه الديون السيادية منه للقطاع الاقتصادي الحقيقي، حتى وإن كان مقابل عوائد أقل.

وهذه الدراسة لم تتعرض للآثار الناجمة في حال كانت البنوك لديها نقص في السيولة ومرونة الطلب على السندات الحكومية والصعوبات التي قد تسببها لتمويل عجز الموازنة العامة.

- دراسة(Zielinski, 2014) حول الكبح المالي(Financial Repression, How To Finance Public Debt with Private Money) . حيث تناولت الدراسة نُدرة الفرص الحقيقية لتسوية، و تسديد الدين العام في البلدان الأوروبية، وذلك ضمن الظروف الراهنة الرتيبة، التي مرت بها دول منطقة اليورو، باستخدام نفس الأدوات الاقتصادية والمالية التقليدية، وأنه لابد من التلاعب(Manipulation) بمعدلات الفائدة، وذلك للحد من كلفة الدين العام، وأيضا استخدام التضخم، لغايات التأثير على سعر الفائدة الحقيقي. وتوصلت الدراسة إلى أن الحكومات لا تُفضل استخدام طرق غير مألوفة لكبح جماح الدين العام، التي قد تؤدي إلى اضطرابات شعبية، وبالتالي تستخدم الحكومات طرقا أقل تأثيرا، مثل تخفيض أسعار عملتها، وجمع الضرائب التضخمية.

10-1 منهجية الدراسة

استخدمت الدراسة الأساليب التحليلية المناسبة، وذلك للوفاء بمتطلبات تحقيق أهداف الدراسة، واختبار الفرضيات، وتغطية النطاق الذي شملته، حيث تعمّقت الدراسة بالتحليل الكمي والتفسيري والنظري، من خلال تنويع أساليب التحليل باستخدام نسب النمو، وقيّم التغير، والأهمية النسبية، وتحليل الاتجاهات للمتغيرات، وتأثيراتها، وتفسير العلاقات الاقتصادية، والمالية، وربطها بالأحداث والظروف الفعلية على أرض الواقع، وبما يؤدي إلى تسهيل فهم حقيقة ماجرى من

تطورات على بعض الجوانب الهامّة لتمويل عجز الموازنة في الأردن، خلال الفترة التي تناولتها الدراسة، المُمتدة من عام 2005 وحتى عام 2015.

وخلال الفصول التحليلية، المتعلقة بتمويل عجز الموازنة والاقتراض، والسيولة لدى الجهاز المصرفي، وهي الفصول الرابع والخامس والسادس، فقد تم تقسيم فترات التحليل إلى أربع فترات فرعية، تبعا للظروف الاقتصادية والمالية والسياسية التي مرّ بها الأردن؛ فالفترة الأولى شملت الأعوام 2005-2007، وهي الأعوام التي تلت انتهاء برنامج التصحيح الاقتصادي الذي أشرف عليه صندوق النقد الدولي. والفترة الثانية شملت الأعوام 2008-2010، والتي شهدت الأزمة المالية العالمية، وتسديد ديون نادي باريس، وارتفاع أسعار النفط عالمياً. والفترة الثالثة شملت الأعوام 2011-2013، وقد شهدت أحداث الربيع العربي، والظروف السياسية غير المستقرة في المنطقة، وخاصة دول الجوار، أما الفترة الرابعة فهي 2014-2015، حيث استمرت تداعيات الأزمات والظروف السياسية المحيطة، وخصوصاً أزمة اللاجئين ودخول الأردن في التحالف الدولي لمكافحة الإرهاب.

كما استخدمت الدراسة منهج التحليل القياسي، فتم بناء نموذج قياسي يتضمن عددا من العوامل المؤثرة في الاقتراض الداخلي، التي أدت إلى صعوبة تمويل عجز الموازنة، فتضمن النموذج العوامل التي نعتقد أنها مؤثرة على معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية(Bid-to-Cover Ratio)، باعتباره المتغير التابع الذي يُعبّرعن صعوبة تمويل عجز الموازنة.

تم تصنيف المتغير التابع وهو معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية إلى ثلاثة معادلات تبعا لنوع الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي يصبح لدينا ثلاثة نماذج قياسية، يتغير فيها المتغير التابع وفقا لأجل (عُمر) الأوراق المالية الحكومية كالتالي:

- النموذج الأول: معدل التغطية الإجمالي، وهو يساوي المبلغ المعروض من البنوك لشراء الأذونات والسندات (Total Offered Amount) مقسوما على مبلغ الإصدار الفعلي من هذه الأذونات والسندات (Total Issued Amount)، وسيأخذ الرمز(Y_1).
- النموذج الثاني: معدل تغطية أذونات الخزينة -قصيرة الأجل-عمرها سنة فأقل، وهو يساوي المبلغ المعروض من البنوك لشراء أذونات الخزينة (Offered Amount to buy Treasury Bills) مقسوما على مبلغ الإصدار الفعلي من هذه الأذونات Issued Amount of Treasury (Bills)، وسيرمز له(Y_2).
- النموذج الثالث: معدل تغطية سندات الخزينة -متوسطة وطويلة الأجل التي عمرها أكثر من سنة، وهو يساوي المبلغ المعروض من البنوك لشراء سندات الخزينة (Offered Amount to

Issued) مقسوما على مبلغ الإصدار الفعلي من هذه السندات (buy Treasury bonds Amount of Treasury Bonds)، وسيرمز له(Y_3).

وقد اقترحت الدراسة بعض العوامل التي يتوقع أن لها تأثير في صعوبة تمويل عجز الموازنة، حيث يهدف النموذج القياسي إلى تفسير أثر العوامل التي تم إدخالها بالنموذج القياسي، وليس هدفه حصر كافة العوامل التي لها أثر، حيث إن العوامل أو المتغيرات المستقلة(التفسيرية) التي تم إدخالها في النموذج القياسي، والتي نعتقد أنها سهلة القياس، ويتوافر عنها بيانات، ولها تأثير على معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية(المتغير التابع)(Y_1,Y_2,Y_3)؛ هي كما يلي:

- نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي(X_1).
- نسبة الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي(X_2).
- نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي(X_3).
- سعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء(X_4).

وبناءً عليه تكون صيغة النماذج القياسية الثلاثة كالتالي:

- **معدل تغطية الأوراق المالية الحكومية الإجمالي:**

$$Y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11}X_{1t} + \beta_{12}X_{2t} + \beta_{13}X_{3t} + \beta_{14}X_{4t} + u_{1t} \dots\dots (1)$$

- **معدل تغطية أذونات الخزينة (قصيرة الأجل):**

$$Y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21}X_{1t} + \beta_{22}X_{2t} + \beta_{23}X_{3t} + \beta_{24}X_{4t} + u_{2t} \dots\dots (2)$$

- **معدل تغطية سندات الخزينة (متوسطة وطويلة الأجل):**

$$Y_{3t} = \beta_{30} + \beta_{31}X_{1t} + \beta_{32}X_{2t} + \beta_{33}X_{3t} + \beta_{34}X_{4t} + u_{3t} \dots\dots (3)$$

حيث أنu_{it} : تمثل حد الخطأ، i=1,2,3 ، β تمثل المعلمات.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

1-2 تمهيد

عجز الموازنة هو مصطلح عام يقصد به الفجوة بين الإيرادات العامة (الإيرادات المحلية مضافاً إليها المنح والمساعدات) والنفقات العامة (الجارية والرأسمالية). ففي الغالب نجد أن كل الحكومات - خصوصا في الدول النامية ومنها الأردن - يكون هدفها الأساسي تحقيق معدلات نمو مستهدفة للوصول للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، فتقوم بإعداد موازناتها السنوية متضمنة البرامج والمشاريع التي تحقق أهدافها اعتماداً على تقديراتها للإيرادات الممكن تحصيلها. وأمام محدودية الموارد المالية التي تعتمد بشكل أساسي على ما تُحصّله الحكومة من الضرائب المفروضة بشتى أنواعها، وفي ظل تذبذب المنح والمساعدات وعدم استمراريتها، تلجأ الحكومة للاقتراض لتغطية العجز المقدر بين إيراداتها ونفقاتها.

وتُعد إشكالية عجز الموازنة إحدى الجدليات الاقتصادية التي تباينت حولها آراء الاقتصاديين والمهتمين على حد سواء، نظراً للتداعيات والآثار السلبية التي تنجم عن عجز الموازنة و تمويله.

ففي العصر الذي سادت به أفكار المدرسة الكلاسيكية، لم يكن مقبولاً أن تتدخل الحكومة في الإقتصاد، وساد مفهوم الدولة الحارسة، فاقتصر دورها على وظائف محددة، هي الأمن والاستقرار. فاعتبرالإقتصاديون الكلاسيكيون أن الموازنة العامة يجب أن تكون دائما في حالة توازن إن لم تكن في حالة فائض، وأي حالة أخرى تعني زعزعة للاستقرار الاقتصادي، والحالة الوحيدة التي يمكن أن يسمح بوجود عجز بها ولفترات مؤقتة هي حالة الحروب.

بعد أزمة الكساد العظيم في عام 1929، كان للاقتصادي البريطاني J.M. Keynes رؤية تختلف عن رؤية الاقتصاديين الكلاسيك ، حيث برزت أهمية القطاع العام كأحد محركات الاقتصاد، فأصبح عجز الموازنة وطرق تمويله أحد أدوات السياسة المالية، لتمكين الاقتصاد من الخروج من الأزمة، من خلال زيادة الإنفاق الحكومي بوجود عجز في الموازنة، وخصوصا الإنفاق على المشروعات الكبرى التي تلعب دورا في التشغيل وفي البنية التحتية للاستثمار. واستمر هذا الفكر سائدا لسنوات طويلة.

في منتصف السبعينات من القرن الماضي، وبعد انهيار نظام النقد الدولي القائم على اتفاقية (Bretton woods) وارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، سادت ظاهرة الركود التضخمي(stagflation) في الدول المتقدمة، نتيجة تزامن التضخم مع ارتفاع نسب البطالة، حيث

شهدت أسعار السلع ارتفاعاً كبيراً، وانخفضت معدلات تشغيل الأيدي العاملة. ولم تعد النظرية الاقتصادية السائدة في حينه فاعلة في معالجة هذه الظاهرة، فأصبح عجز الموازنة العامة يشكل نسباً مرتفعة من الناتج المحلي الإجمالي؛ مما أوجد جدلاً فكرياً (Debate) بين المدارس الفكرية الاقتصادية حول السياسات الاقتصادية الممكن اتباعها لمعالجة الاختلالات الاقتصادية. إلى أن ظهرت المدرسة النقدية(Monetarism) في أواخر الستينات، فالاقتصادي Melton Friedman رائد ومُنظّر المدرسة النقدية الحديثة كان قد تناول في دراسته عام 1956 دور عرض النقد في النشاط الاقتصادي، أوماعرف بقاعدة عرض النقد(the Money-Supply Rule)، التي سنأتي عليها لاحقا في هذا الفصل، عند تناول وجهة نظر المدرسة النقدية الحديثة.

ويبين الجزء التالي من الدراسة وجهات نظر المدارس الفكرية الاقتصادية بعجز الموازنة وتمويل العجز، وأبرز آراء الاقتصاديين حول هذا الجانب.

2-2 عجز الموازنة وتمويله في النظرية الاقتصادية

إن السياسة المالية للحكومة تتضمن الاختيار بين فرض الضرائب المعتمد على الهيكل الضريبي وأنواع الضرائب لتحصيل الإيرادات الكافية، وبين الاقتراض وأدواته اللازمة للحصول على التمويل المناسب لتغطية العجز في الموازنة. وقد اختلفت النظريات الاقتصادية حول رؤيتها لعجز الموازنة وتمويله ودور الحكومة في الاقتصاد، وفيما يلي أهم النظريات الاقتصادية التي تناولت موضوع عجز الموازنة وتمويله، وأبرز آراء الاقتصاديين حول هذا الموضوع :

1-2-2 النظرية التقليدية(الكلاسيكية)(Classical Theory)

إن الاقتصاد وفقا لهذه النظرية يعمل بشكل تلقائي، وفقا لما أطلق عليه اليد الخفية (Invisible Hand)، وأنه في حالة توازن. فالفكر الكلاسيكي يؤمن بمبدأ الحرية الاقتصادية "Laissez-Faire " والمنافسة التّامة، وتحجيم دور الحكومة في الاقتصاد، بحيث تبقى بعيدة عن الإنتاج، والتجارة ، وأدوات السوق، فدور الحكومة يقتصر على وظائف محددة، مثل الأمن والدفاع وتطبيق مبادئ العدالة بين المواطنين. فالاقتصادي Adam Smith صاحب مبدأ **"دعه يعمل دعه يمر"** يشير أن اليد الخفية"Market Mechanisms" تحقق التوافق بين المصالح الخاصة والمصالح العامة، فنشاط الأشخاص الخاص لتحقيق مصالحهم سوف يؤثر إيجابا في مصالح المجتمع ككل، وأن التوازن في الاقتصاد يحصل تلقائيا من خلال آليات السوق دون تدخل من الحكومة.

فوجود فرط في الإنتاج"Glut of Production" يكون سببه سوء توزيع الموارد "Misallocation of Resources" بين القطاعات الاقتصادية، وبالتالي فائض أو فرط الإنتاج في أحد القطاعات يؤدي إلى إنخفاض الأسعار فيها؛ مما يجعل الموارد تنتقل إلى القطاعات الأخرى

ذات السعر الأعلى، وبالتالي ينخفض الإنتاج الفائض في هذا القطاع ويرتفع السعر فيه، وهكذا لحين حصول توازن عام في السوق بين العرض والطلب، وفي هذه الحالة فإن أي بطالة في الاقتصاد تكون اختيارية.

ووفقا لهذه النظرية فإن العجز في الموازنة والدين العام يعتبر في المدى القصير مبررا عند حاجة الحكومة للإنفاق في ظروف استثنائية، مثل الحروب والأزمات، أما في المدى الطويل فإن مُبرر وجود عجز وتمويله يكون فقط في حالة تمويل مشاريع رأسمالية منتجة يكون معدل العائد عليها أعلى من معدل الفائدة الذي يدفع على الاقتراض(Tempelman,2005).

ويعدّ J.B. Say من أشهر اقتصاديي المدرسة الكلاسيكية، فهو صاحب مبدأ: Supply Creates its Own Demand "العرض يخلق الطلب عليه" وأن الاقتصاد يعمل ذاتيا على تصحيح مساره، وأن حداً أدنى من التدخل الحكومي مسموح به. وفي كتابه (A Treatise on Plitical Economy) المعاد نشره من قبل Augustus M. Kelly,New York في عام 1964، فقد عارض Say وبشدّة الدَّين العام، فاعتبر أن هذا الدّين ليس مُنتجا لأنه ليس فقط رأس المال يُستهلك ويضيع ، وإنما أيضاً يحمّل الأمّة أعباء الفائدة السنوية المدفوعة عليه، ولايمكن اعتبار تدوير الفائدة المدفوعة على هذا الدّين إضافة صافية لرأس المال.

أمّا Malthus، فله رؤية تختلف قليلا عن Say، فهو يرى أنه في حال كان هناك فجوة بين العرض والطلب، فيمكن للاقتراض الحكومي أن يساهم في زيادة الطلب على السلع والخدمات؛ مما قد يسهل على الاقتصاد إعادة تنظيم نفسه ، وقال إن الدين العام ساهم من بين أمور أخرى في الشروط الناجمة عن التغيرات في قيمة المال، وأعرب عن الرغبة في احتواء نمو الدين العام والمحافظة على مستويات ملائمة منه (Malthus,1836). وبالنسبة للاقتصادي J.S. Mill ، فقد قال :"إن الاقتراض الحكومي كان ضارا لأنه دمر رأس المال الذي كان من الممكن استغلاله في العمل المنتج "، لذا فإنه من المناسب أن يُسدد الدين العام في أقرب وقت ممكن، سواء عن طريق الدفع الفوري من خلال إسهامات الجميع، أو عن طريق الدفع التدريجي من فائض الإيرادات(Mill,1929). فهو يقصد هنا أن الاقتراض الحكومي يحرم القطاع الخاص من اقتراض أموال يمكن استغلالها في مشاريع رأسمالية منتجة، أو يحمّل دافعي الضرائب أعباء إضافية تُفرض عليهم لتسديد هذه الديون، فيخفض من الاستهلاك ومن الادخار، مما ينعكس سلبا على الاستثمار وعلى النشاط الاقتصادي.

إن نظرة الاقتصاديين الكلاسيك لعجز الموازنة والدين العام يمكن انتقادها ، فالاقتراض الحكومي ليس جميعه غير منتج، فتمويل مشاريع البنية التحتية تعتبر استثمارات طويلة الأجل

تؤسس للاستثمار الخاص وتجعله أقل كلفة. وهذا ينعكس على ربحية القطاع الخاص، فيصبح قادرا على التوسع؛ مما يزيد من فرص تشغيل الموارد المعطلة المادية والبشرية، وبالتالي يزيد من النشاط الاقتصادي ويعزز من فرص نموه.

وقد بقيت النظرية الكلاسيكية سائدة حتى حدث الكساد العظيم عام1929 ، حيث عجز أصحاب هذه النظرية عن تفسير ظاهرة الكساد هذه، وعن إيجاد الحلول لتفاقم الأزمة الاقتصادية وما صاحبها من ركود وكساد وبطالة، التي استمرت مابين عامي 1929-1933. وبالتالي فإن المبدأ الأساسي لهذه النظرية وفقا لقانون ساي " أن العرض يخلق الطلب المساوي له " لم يعد قائما أو قادرا على إيجاد حل لأزمة الكساد العظيم.

2-2-2 النظرية الكينزية (Keynesian Theory)

بـرزت هذه النظرية بعد أزمة الكساد العظيم في عام 1929 نتيجة فشل النظرية الاقتصادية الكلاسيكية في معالجة الأزمة، فكان الإطار العلمي لهذه النظرية في كتاب الاقتصادي البريطاني السير J.M Keynes بعنوان" the General Theory of Employment, Interest and Money" في عام 1936. هذه النظرية تطالب بتدخل الحكومة لتحقيق التوازن والتشغيل في السوق من خلال السياسة المالية، وأن ذلك يتم من خلال التوسع بالإنفاق الحكومي الذي مصدر تمويله الاقتراض الفعّال، رغم أن ذلك قد يؤدي إلى رفع معدل الفائدة، والذي قد يُخفض الاستثمار(Crowding-Out)، إلا أن مقدار الأثر يعتمد على وضع الاقتصاد(Radcliffe,2009). كما يمكن وفقا لهذه النظرية التأثير بالنشاط الاقتصادي من خلال تخفيض الضرائب، وبالتالي زيادة الدخل المتاح للأفراد؛ مما يزيد من الاستهلاك، وبالتالي زيادة الطلب الكلي والتشغيل وخلق توازن جديد في السوق.

الاقتصاديون الكينزيون يفترضون وجود علاقة إيجابية بين عجز الموازنة والمتغيرات الاقتصادية، وهم لايميزون بين إنفاق مُنتج أو غير مُنتج مثل الكلاسيك، وأن الاقتراض لغايات استهلاكية أو إنتاجية هما على حد سواء ومرغوب بهما؛ فالإنفاق يُحفّز الطلب على الإنتاج من السلع والخدمات. فعجز الموازنة الناجم عن زيادة الإنفاق يؤدي إلى زيادة الإنتاج المحلي، وبالتالي زيادة الطلب الكلي، ورغم أن الفائدة قد ترتفع وتؤثر سلبا على الاستثمار الخاص، إلا أن الأثر النهائي يُحدده ما اصطلح على تسميته "مُضاعف كينز"(Keynesian Multiplier).

ويُعدّ الاقتصادي A.P. Lerner من أتباع المدرسة الكينزية، ففي بحث له بعنوان " Finance and the Federal Debt Functional"، يرى أن الحجم المطلق من الدين العام لايعتبر مشكلة، لأنه مهما كانت قيمة مدفوعات الفوائد على هذا الدين، فهي لاتمثل أي عبء على

المجتمع ككل. وهنا تعامل Lerner مع كامل الاقتصاد كوحدة واحدة تسند فيها الأجزاء بعضها، فالمنافع التي سيجنيها الاقتصاد ككل نتيجة الاقتراض الفعّال ، ستكون أكبر بكثير من قيمة الفوائد التي ستُدفع على الدّين العام(Lerner,1955).

وبحسب هذه النظرية ليس شرطا أن يتحقق التوازن في موازنة الحكومة السنوية، وأن ذلك يتحقق على مستوى الدورة الاقتصادية الكاملة التي تتراوح بين ثماني وعشر سنوات. فالعجز خلال سنوات الركود سيتم تعويضه خلال فترات الازدهار من خلال تخفيض الإنفاق الحكومي أو زيادة الضرائب.

وتجدر الإشارة هنا إلى خطة التحفيز(Stimulus Plan) التي اتبعتها إدارة الرئيس الأمريكي باراك أوباما بعد الأزمة المالية العالمية 2008/2007، فقد اعتمدت المنهج الكينزي للخروج من الأزمة. فقد توسعت الحكومة في الإنفاق؛ فتم ضخ مليارات الدولارات في الاقتصاد، بما تم اعتباره خطة إنقاذ، كما تم تخفيض الضرائب، وترافق ذلك مع سياسة التيسير الكمي(Quantitative Ease) من قبل الاحتياطي الفدرالي، من خلال التوسع بالإقراض للقطاع المصرفي وبسعر فائدة يساوي صفر؛ مما أدى إلى إخراج الولايات المتحدة من هذه الأزمة.

3-2-2 النظرية التقليدية الجديدة(النيوكلاسيكية) (Neoclassical Theory)

هي امتداد للنظرية التقليدية(الكلاسيكية)، وتفترض النظرية التقليدية الجديدة أن الأفراد لهم أعمار محدودة، وهناك تداخل في الأجيال، وفي جميع الفترات هناك توازن في السوق، وأن عجز الموازنة يزيد من النفقات غير المرغوبة من خلال نقل الضرائب إلى الأجيال القادمة. فإذا كانت الموارد الاقتصادية مستغلة بالكامل فإن زيادة الاستهلاك يعني بالضرورة انخفاض في المدخرات، وأن الوضع في سوق رأس المال يتغير، ومعدل الفائدة سيرتفع حتى يمكن إعادة السوق إلى حالة التوازن، وإن العجز الدائم بهذه الطريقة سوف يزاحم التكوين الرأسمالي الخاص، وهذا له عواقب سلبية على النمو الاقتصادي(Bernheim,1989).

ويرى الاقتصادي Diamond، - وهو من أتباع هذه النظرية – أن هناك علاقة عكسية بين عجز الموازنة والمتغيرات الاقتصادية. فالزيادة الدائمة في نسبة رصيد الدين الداخلي للناتج القومي سوف تُخفض من معدل رأس المال للعمل، وضمن معدل الفائدة الأصلي، فإن المستهلكين لايكون لديهم رغبة بشراء سندات الدين الجديدة مع احتفاظهم بنفس الحجم من رأس المال المادي ومن السندات الأصلية. فعجز الموازنة واقتراض الحكومة لتغطيته يؤدي إلى رفع معدل الفائدة،

وبالتالي التحفيز على مزيد من الادخار وتخفيض الاستثمار وبالتالي التأثير سلباً على الاقتصاد لحين تحقيق توازن جديد في سوق رأس المال(Diamond,1965).

وبشكل عام، ترى هذه النظرية أن عجز الموازنة وتمويله من خلال الاقتراض سوف يزاحم القطاع الخاص على مصادر التمويل(Crowding Out)؛ مما يرفع من أسعار الفائدة وكُلف التمويل؛ مما يعيق الاستثمار الخاص، وترفع من مستوى التضخم، كما تتسبب في عجز مماثل في الحساب الجاري، وهذا سيبطئ من النمو الاقتصادي نتيجة أثر المزاحمة.

4-2-2 نظرية تكافؤية ريكاردو(Ricardian EquivalenceTheory)

تعود هذه النظرية إلى الاقتصادي الكلاسيكي David Ricardo، وتتضمن أن تمويل العجز ممكن فقط أن يؤخر دفع الضرائب، وهذا يعني أن تمويل العجز من خلال الاقتراض بدلا من تمويله من خلال فرض ضرائب حالية سيُبقي الموارد بدون تغيير عبر الأجيال، وبالتالي فإن سياسة تمويل العجز المالي ليس لها أثر على حجم الاقتصاد الحقيقي (Arrau, 1990). وهذا ما يطلق عليه حيادية الدين أو تكافؤية ريكاردو(Ricardian Equivalence)، التي أعاد صياغتها (Barro,1974)، وتنصّ على: "أن زيادة النفقات الحكومية أو تخفيض الضرائب سوف تؤدي إلى زيادة مماثلة في الادخار الخاص، ولا ينتج عنه أثر دائم على الاقتصاد الحقيقي، والسبب في ذلك أن أي زيادة في النفقات الحكومية الحالية تعني زيادة في عبء الضريبة مستقبلا". لذا ووفقا لهذه النظرية فإن الحكومة ستموّل العجز إما من خلال فرض ضرائب إضافية على دافعي الضرائب الحاليين، أو من خلال الاقتراض لتمويل العجز، وعلى جميع الأحوال ستقوم بتسديد هذا الدين من خلال فرض مزيد من الضرائب مستقبلا، وبالتالي يكون الخيار بين ضرائب الآن أو ضرائب لاحقا. وحسب ريكاردو فإن دافعي الضرائب يعرفون أنهم سيدفعون ضرائب إضافية مستقبلا نتيجة اقتراض الحكومة الحالي لتمويل العجز، لذا سيقومون بادخار نقود إضافية لدفع هذه الضرائب المستقبلية، وهذا الادخار الإضافي سوف يلغي أثر الإنفاق الحكومي الإضافي، وبالتالي فإن الطلب الكلي لن يتغير.

5-2-2 النظرية النقدية الحديثة (Monetary Theory)

يُعتبر Melton Friedman رائد ومُنظّر المدرسة النقدية الحديثة، وكان قد قدم دورعرض النقد في النشاط الاقتصادي في دراسته عام 1956، حول النظرية النقدية الكمّية "The Quantity Theory of Money". كما كان قد ألّف مع الاقتصادية Anna Schwarts عام 1963كتابا حول التاريخ النقدي للولايات المتحدة " A Monetary History of the United

States,1867-1960". وجاء في هذا الكتاب أن الكساد العظيم الذي حدث عام 1929 كان نتيجة السياسات النقدية الخاطئة للاحتياطي الفدرالي ill-conceived monetary policies of The "Federal Reserve". وقد برزت هذه النظرية بعد الجدل الواسع الذي ساد منذ نهاية السبعينات من القرن الماضي ، بعد أن ساد الركود التضخمي (Stagflation). وتستند هذه النظرية على مايعرف بقاعدة عرض النقد"Money-Supply Rule"، ففي الأجل القصير تؤدي زيادة عرض النقد إلى زيادة التشغيل(Employment) وزيادة الإنتاج، كما أن تخفيض عرض النقد في الأجل القصير يؤدي إلى تخفيض التشغيل والإنتاج. أما في المدى الطويل فإن زيادة عرض النقد سوف تؤدي إلى رفع الأسعار(التضخم) ولكن تأثيرها محدود أو معدوم على الإنتاج، وفي حال كان النمو في عرض النقد مساويا للنمو في الناتج القومي الإجمالي(GNP)، فإن التضخم سوف يختفي.

وترى هذه النظرية أن عجز الموازنة ينتج بسبب تدخل الدولة في الاقتصاد، والذي يؤدي إلى تراجع النمو، ويسبب التضخم، فهي تؤمن بالنظرية الاقتصادية الكلاسيكية ومبدأ اليد الخفية وآليات السوق. وهم على النقيض من النظرية الكينزية، حيث يرون أن السياسات المالية ليس لها أثر مباشر، وأنها تأخذ وقتا طويلا ليتشكل أثرها، نظرا لبيروقراطية التشريعات واختلاف الظروف الاقتصادية والاجتماعية، وبالتالي لابد من خفض العجز من خلال تخفيض النمو في النفقات العامة وزيادة الضرائب.

وقد انتقد أتباع النظرية النقدية الحديثة المنهج الكينزي في معالجة عجز الموازنة وسياسة تمويله المبنية على الضرائب والدين(Carlson&Spencer,1975)، فتمويل عجز الموازنة من خلال الضرائب يؤثر سلبا على الاستهلاك الخاص والطلب الاستثماري، كما أن تمويله من خلال الاقتراض يرفع أسعار الفائدة ويخفض الاستثمار الخاص ويؤدي إلى المزاحمة (Crowding Out).

6-2-2 نظرية الدورة السياسية (Political Cycle Theory)

هذه النظرية تنبع من مدرسة الخيار العام (The Public Choice Theory)، ويُعتبر الاقتصادي James Buchanan من روّادها، حيث دمجت تطبيق السياسة في الاقتصاد. فالشخصيات العامة وصانعو القرار وخلال حملاتهم الانتخابية يتصرفون وفق مصالحهم الشخصية، فينحازون لإنفاق الأموال العامة على المشاريع التي تحقق فوائد ملموسة لناخبيهم وعدم إثقالهم بالضرائب لدفع تكاليف تلك المشاريع. وبغض النظر عن كفاية الإيرادات لتغطية النفقات يتم التوسع بالإنفاق، وبالتالي خلق مزيد من العجز في الموازنة يتم تمويله بمزيد من الاقتراض،

رغم ما يرافق هذه السياسات من عواقب سلبية على الاقتصاد. وتقوم هذه النظرية على عدد من الاعتبارات (Alvey,2011):

- أن دافعي الضرائب بالمستقبل هم من يتحملون عبء الدين الحالي.

- أن الدين العام له أثر سلبي على التكوين الرأسمالي وصافي الثروة في المجتمع، كون الإنفاق منذ الحرب العالمية الثانية استخدم في مناحي الاستهلاك أكثر من استخدامه في البنية التحتية.

- أن الناس يعانون من الخداع المالي (Fiscal Illusion)، ويفضلون الدّين على الضرائب.

- أن السياسيين ينحازون للعجز العام.

- وأخيرا ووفقا لنظرية الخيار العام فإن الدين العام سيبقى مستمراً(permanent).

وأصحاب هذه النظرية يرون أن المنهج الكينزي بهذا الخصوص هو نوع من الدكتاتورية الخيّرة، وهذه لن تنجح في مجتمع فيه النخب والأحزاب السياسية والبيروقراطية الحكومية والمواطنين والذين هم دافعو ضرائب، وبنفس الوقت مستفيدون من الخدمات الحكومية، وتتكرر هذه العملية في كل دورة انتخابية دون وجود قيد عليها.

7-2-2 النظرية الاشتراكية (Social Theory)

هذه النظرية تعتبرأن الدولة مُنتجة ومسؤولة عن كافة القطاعات فيها، بما في ذلك النشاط الاقتصادي، لذا تتخذ الحكومة كافة القرارات لإدارة الاقتصاد، وتستخدم مبدأ التخطيط الشامل، ومن ضمنها الموازنة العامة، والتي تعتبر الخطة المالية الرئيسة للدولة. وبالتالي فإن للدولة أن تتخذ قراراتها بخصوص العجز وفقا لما تقتضيه خطتها المالية المنسجمة مع التخطيط الشامل للدولة، وبما يضمن توظيف موارد الدولة المالية والطبيعية والبشرية لتحقيق النمو والتوازن العام في الاقتصاد.

وينظر الاقتصاديون الاشتراكيون إلى الدّين العام على أنه ظاهرة سلبية في الاقتصاد، فحاملو السندات الحكومية يحصلون على فوائد تساهم في زيادة دخلهم؛ مما يؤدي إلى زيادة عدم العدالة في توزيع الدخل والثروة، ومع استمرار الدين العام بالنمو فإن ذلك يؤدي إلى تكريس عدم العدالة والطبقية في المجتمع.

3-2 أسباب عجز الموازنة

عادة ما ينشأ عجز الموازنة عن التوسع في الإنفاق الحكومي مصحوبا بعدم زيادة الإيرادات بشكل كافي لتغطية هذه النفقات، لذا وبشكل عام فإن الأسباب الرئيسة لعجز الموازنة يمكن أن تتلخص بما يلي:

1- زيادة الإنفاق الحكومي الناتج عن تنفيذ الخطط والبرامج والمشاريع الهادفة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مثل تلك المرتبطة بالتعليم والخدمات الصحية والبنية التحتية، التي تخدم المجتمع وتجذب الاستثمار، والتوسع في الإنفاق العسكري والأمني.
2- دعم السلع الأساسية، مثل القمح والكهرباء والمياه، من خلال تحمل تكاليف أعلى من سعر البيع للمواطنين وللمنشآت الاقتصادية.
3- زيادة حجم التوظيف في القطاع الحكومي في حال كانت الحكومة تهدف إلى تخفيض معدلات البطالة. كما أن زيادة حجم التوظيف خلال السنوات السابقة انعكس على زيادة مدفوعات الرواتب للمتقاعدين وورثتهم خلال السنوات اللاحقة؛ مما شكل ضغطا إضافيا على موارد الموازنة.
4- عدم كفاية الإيرادات المحلية من الضرائب المباشرة وغير المباشرة والرسوم لتغطية النفقات الحكومية الجارية والرأسمالية، وهذا ينتج عن خلل في النظام الضريبي المطبق، وضعف القاعدة الضريبية، واتساع التهرب الضريبي، والتجنب الضريبي، والإعفاءات الضريبية، ووجود قطاع واسع من الأعمال والمهن غير المنظم (غير مسجل رسميا لدى الدوائر المختصة أو دائرة الضريبة).
5- انخفاض وتذبذب حجم المساعدات والمنح الخارجية، أو عدم زيادتها بنسب مماثلة للنمو في النفقات الحكومية، التي تكون مرتبطة بظروف وشروط سياسية معينة، أو نتيجة تعرض الدول المانحة لأزمات مالية.
6- ارتفاع خدمة الدين العام، الذي هو بالأصل ناشىء عن العجز في الموازنة العامة، فتمويل العجز من خلال الاقتراض يتطلب تحمل أعباء هذا الاقتراض من أقساط وفوائد، وبالتالي يتولد نفقات إضافية على كاهل الحكومة.
7- الصدمات والأزمات والكوارث والظروف السياسية المحيطة، التي تؤدي إلى ارتفاع في النفقات الحكومية ،مثل استقبال اللاجئين وما يتطلبه ذلك من إنفاق على الخدمات الأساسية الواجب توفيرها لهم، وسياسات الاسترضاء الناتجة عن الاستجابة للمطالبات الشعبية والنقابية بزيادة الرواتب والخدمات التي تقدمها الحكومة.

4-2 تمويل عجز الموازنة

يعد الاقتراض الحكومي أو ما اصطلح عليه بالدين العام مصدر من مصادر التمويل، وتلجأ الحكومات إليه لتمويل جزء من نفقاتها خصوصا إذا لم تكن الإيرادات المحلية كافية لتغطية الإنفاق الحكومي.

فالدين العام هو ما تقترضه الحكومة من الجهات الأخرى، سواء كانت بنوك محلية أو مؤسسات تمويل دولية أو دول خارجية، ومقابل شروط معينة تُحدد في اتفاقيات الاقتراض، أو في نشرات الإصدار، وضمن آجال محددة الفترة ولقاء دفع فوائد تُحدد نسبتها مُسبقاً.

وترتبط قدرة الحكومة على الاستمرار بالاقتراض لتمويل عجز الموازنة بعدة متغيرات اقتصادية، أهمّها أن يكون معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي أكبر من كل من معدل النمو في عجز الموازنة، ومعدل نمو الدين العام. وهناك بعض المعايير والمؤشرات التي ربما تختلف من دولة إلى أخرى، وهي تعتمد بشكل أساسي على المركز المالي للدولة، وعلى إيراداتها العامة، وعلى تركيبة الدين العام، من حيث كونه متركزا في الديون قصيرة أومتوسطة أوطويلة الأجل، وهل يتم تمويل العجز من دين داخلي أو خارجي؟. وكذلك تعتمد على عبء الدين العام من الأقساط والفوائد، لذا فإن الاستمرار في تمويل عجز الموازنة بطريقة أكثر سهولة تتطلب سياسة مالية ذات معدل دين مستقر.

إن عجزالموازنة الناتج عن طرح نفقات الدولة من إيراداتها يتمثل بالمعادلة التالية (Beaugrand, 2002):

$$D=(G-R)+i=D_{primary}+i$$

حيث أن:

D: عجز الموازنة.

G:النفقات الحكومية الرأسمالية والجارية بما فيها أقساط القروض (بدون الفوائد المدفوعة على الدين).

R:الإيرادات.

i: قيمة الفوائد المدفوعة على الدين.

$D_{primary}$:العجز الأولي ، وهو يساوي النفقات الحكومية مطروحةً من الإيرادات (G-R).

فالعجز الأولي ($D_{primary}$) بالإضافة إلى قيمة الفوائد المستحقة (i) يتم تمويلها من خلال التعاقد على ديون جديدة أو من خلال توليد مصادر جديدة للإيرادات، مثل الخصخصة أومن خلال التوسع بإصدار النقد(seigniorage). وإذا استمرعجز الموازنة(D) أكبر من الإيرادات المتأتية من غير الديون ، فإن الحكومة ستكون مضطرة للحصول على قروض جديدة لتغطية كل من عجز الموازنة وتسديد استحقاقات الدين القائم أصلاً، وهذا يعني زيادة مدفوعات الفوائد على هذا

الدين؛ مما يزيد من العجز(D)،ويتطلب ذلك مزيداً من الاقتراض لتغطيته. فتوسع الحكومة بالاقتراض سيضطرها إلى دفع فوائد أعلى لحاملي الدين(Debt Holders) ويصبح تزايد رصيد الدين ككرة الثلج أو مايسمى (Snowballing effect). (Beaugrand,2002).

إن ديناميكية الدّين العام تعتمد على متغيرات اقتصادية تلعب دورا في تحديد مسار الاقتراض الحكومي، والقدرة على الاستمرار به، وحسب الاقتصاديين Fisher& Easterly فإنه يمكن توضيح هذه الديناميكية بالعلاقة التالية:

$$\Delta pd = (dprimary - nd) + (r - g)pd$$

حيث أن:

pd: نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي.

$dprimary$: نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي.

nd: نسبة الإيرادات من غير القروض للناتج المحلي الإجمالي.

r:سعر الفائدة الحقيقي.

g:النمو بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

فطالما أن العجز الأولي($dprimary$) يزيد عن الإيرادات (nd)،وطالما أن سعر الفائدة الحقيقي (r) يزيد عن النمو في الناتج المحلي الإجمالي(g)، فإن نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي (pd) ستستمر بالارتفاع لمستويات مرتفعة وغير مستدامة، وستخلق صعوبات في التمويل وفي خدمة الدين، وخصوصا إذا ترافق ذلك مع انخفاض في الطلب المحلي على الأوراق المالية الحكومية نتيجة انخفاض الادخار المحلي (Fisher and Easterly,1990).

2-4-1 أنواع الاقتراض الحكومي/الدين العام

يقسم الاقتراض الحكومي أو الدين العام بشكل رئيسي إلى نوعين:

1- الدين العام الداخلي: بشكل عام هو اقتراض يتم الحصول عليه أو الاكتتاب به في السوق المحلي من قبل أشخاص، إما طبيعيون(أفراد) أو اعتباريون (بنوك وشركات ومؤسسات)، وهو يعتمد على توفر المدخرات المحلية الكافية لتغطية الاقتراض الحكومي. وفي حالة الأردن فقد تضمن قانون الدين العام وإدارته رقم 26 لسنة 2001 مايلي:(أن يتم الاقتراض الداخلي للحكومة بواسطة السندات الحكومية ويحظر عليها الاقتراض الداخلي المباشر من البنوك

التجارية أو أي مؤسسة أخرى). لذا فإن الأوراق المالية الحكومية تشتريها البنوك والمؤسسات المالية في السوق الأولي(Primary Financial Market)، حيث تطرح من خلال مزادات يقوم بها البنك المركزي الأردني.

2 - الدين العام ألخارجي: وهو اقتراض مبالغ بالعملة الأجنبية من السوق الخارجي، سواء من دول أو مؤسسات تمويل متخصصة أو بنوك خاصة دولية، أو في حال الاكتتاب بسندات دين حكومية في الأسواق الدولية.

وفي حالة الأردن ووفقا لنشرة الدين العام الصادرة عن وزارة المالية، فإن الدين العام الداخلي هو ما اقترضته الحكومة أو كفلته بالعملة المحلية(الدينار الأردني)، والدين العام الخارجي هو ما اقترضته أو كفلته الحكومة بالعملة الأجنبية. فيما تضمن قانون الدين العام وإدارته رقم 26 لسنة 2001 تعريفا للدين الداخلي بأنه الدين الواجب تسديده بالدينار الأردني، أمّا الدين الخارجي فهو الدين الواجب تسديده بغيرالدينار الأردني.

2-4-2 تصنيف الاقتراض الحكومي/ الدين العام

يصنف الدين العام الداخلي والخارجي طبقا لعدة معايير تتلخص بما يلي:

1- وفقا للاستحقاق (مدة الدين أو القرض) (Maturity):

- دين قصير الأجل (Short-term Debt)، وهي تلك الديون التي تكون مدتها سنة فأقل مثل، أذونات الخزينة (Treasury Bills). وغالبا ما تكون أسعار الفائدة عليها أقل من الأنواع الأخرى نظرا لقصر مدّتها، وبالتالي انخفاض مخاطر التقلبات الاقتصادية والمالية والتغيرات على أسعار الفائدة، وتستخدم عادة لتغطية العجز الطارئ في الموازنة، أو كتمويل تجسيري لحين الحصول على قروض طويلة الأجل.
- دين متوسط الأجل (Medium-Term Debt) وتكون مدّته أكثر من سنة ولغاية خمس سنوات، مثل سندات الخزينة (Treasury Bonds)، وتكون أسعار الفائدة عليه أقل من الأسعار السائدة في السوق المصرفي كون مخاطر الدين الحكومي أقل من مخاطر الإقراض للقطاع الخاص، ويستخدم لتغطية عجز الموازنة الناشئ عن تمويل مشروعات مثل مشاريع التعليم والصحة...إلخ.
- دين طويل الأجل (Long-Term Debt)، وتكون مدته أكثر من خمس سنوات، ويأخذ شكل سندات خزينة طويلة الأجل أو قروض طويلة الأجل، وعادة ما يستخدم في تمويل العجز الناتج عن تنفيذ مشاريع البنية التحتية أو المشروعات الكبرى التي تحتاج فترات استرداد طويلة.

2- دين أو قروض إنتاجية /غير إنتاجية (Productive/Unproductive Debt):

- قروض إنتاجية (Productive Debt)، وهي تلك القروض التي تستخدم لزيادة القدرة الاقتصادية، مثل مشاريع سكك الحديد والمطارات والطاقة، وهي مدّرة للدخل من خلال إيرادات المشاريع الممولة بهذه القروض.

- قروض غير إنتاجية (Unproductive Debt)، وهي تلك التي لا ينتج عنها أي دخل ولا تقدم إضافة للنشاط، مثل تلك التي تحول كإعانات (subsidies)، أو لدفع رواتب تقاعدية.

3- دين حكومة مركزية/ دين مكفول (Central Government Debt/Guaranteed Debt):

- دين حكومة مركزية (Central Government Debt)، وهو الدين الذي تحصل عليه الحكومة لتغطية نفقات أو تمويل مشاريع أو برامج للوزارات والدوائر الحكومية الواردة ضمن قانون الموازنة العامة.

- دين مكفول (Guaranteed Debt) ،وهو الدين الذي تكفله الحكومة نتيجة حصول أحد الوحدات الحكومية المستقلة أو الشركات الحكومية على قروض بكفالة الحكومة.

5-2 تمويل عجز الموازنة والتركزات الائتمانية والسيولة في البنوك المحلية

للبنوك المحلية ارتباط وثيق بتمويل عجز الموازنة، فعدم وجود سوق ثانوي للأوراق المالية الحكومية يجعل من البنوك المحلية المصدر الرئيس للاقتراض الداخلي الحكومي من خلال الدخول في المزادات على الأوراق المالية الحكومية التي يطرحها البنك المركزي الأردني نيابة عن الحكومة.

1-5-2 تمويل عجز الموازنة والتركزات الائتمانية في البنوك المحلية

تتمتع الأوراق المالية الحكومية - بشكل عام - بمعاملة تفضيلية في التنظيمات المالية (Financial Regulations)، وهذا يجعل المحفظة الائتمانية للبنوك التجارية تتضمن حجما كبيرا من الأوراق المالية الحكومية، كونها تحمل درجة مخاطر معدومة تبعا للتعليمات التنظيمية لرأسمال البنوك، وهذا يعتبر المسيّر الأساس في رغبة البنوك بالاحتفاظ بها(Popov,2013).

في دراسة (Bonner,2014) بعنوان المعالجة التنظيمية المفضلة وطلب البنوك على السندات الحكومية (Preferential Regulatory Treatment and Bank`s Demand for Government Bonds) لمجموعة من الدول الأوروبية. حيث تناولت دراسته تحليلا لأثر الجوانب التنظيمية لكل من السيولة ورأس المال التنظيمي على طلب البنوك على السندات الحكومية، حيث وجدت هذه الدراسة أن السندات الحكومية لها معاملة تفضيلية في التنظيمات المالية (Financial

Regulations)، سواء بالنسبة لرأس المال أو السيولة. وتضمنت الدراسة استقصاء فيما إذا كانت هذه المعاملة التفضيلية تزيد من رغبة البنوك في امتلاك سندات حكومية أكثر من رغبتها الذاتية بالمخاطر(beyond their own risk Apetite). كما تناولت الدراسة أثر الاستحواذ على حجم كبير من الأوراق المالية الحكومية على كل من: ربحية البنوك، ومستوى الإقراض للقطاع الحقيقي (real economy). ومن خلال استخدامه التحليل القياسي، فقد اعتبر أن طلب البنوك على السندات الحكومية هو متغير تابع ويتأثر بمتغيرات تفسيرية هي كل من: معدل السيولة ومعدل رأس المال والاحتياطيات وبأنظمة الضبط ، فوجدت الدراسة أنه كلما كان هناك قدرة لدى البنوك على الوفاء بالشروط التنظيمية المفروضة عليها فإن ذلك سيؤدي لمزيد من الإقبال على شراء السندات الحكومية باعتبارها موجودات خالية من المخاطر(risk free assets). كما وجدت أنه في الأوقات الاعتيادية تمتلك البنوك حجماً كبيراً من السندات الحكومية وتتوسع بالاقتراض للقطاع الحقيقي مع معدلات ربح منخفضة، أما في أوقات أزمات السيولة أو الأزمات السيادية(sovereign crises)، فإن امتلاك البنوك لحجم كبير من السندات الحكومية يصاحبه إقراض أقل للقطاع الحقيقي وبربح مرتفع.

وفي الأردن تعتبر تعليمات حدود الائتمان" التركزات الائتمانية "الصادرة عن البنك المركزي الأردني سنداً لأحكام المادة(99/ب) من قانون البنوك هي التعليمات المنظمة لحجم ونسبة الإقراض التي تستطيع البنوك المحلية إقراضها لعملائها وفقا لقاعدة رأس المال التنظيمي لكل بنك. ويقصد بالائتمان تبعا لهذه التعليمات أنه مجموع التسهيلات الائتمانية المباشرة وإسناد القرض المشتراة من البنك والصادرة عن الشخص (أي الممنوح لشخص أو جهة واحدة والعملاء ذوي الصلة بهم). ووفقا للبند الثاني عشر من هذه التعليمات، فقد تم استثناء الائتمان الممنوح للحكومة أو بكفالتها من الحدود القصوى للتركزات الائتمانية الممكن للبنك أن يقرضها، وبالتالي فإن القيد الأساسي لحدود إقراض البنوك المحلية للحكومة يتمثل بالسيولة المتوفرة لديها.

2-5-2 تمويل عجز الموازنة والسيولة في البنوك المحلية

السيولة في البنوك تعني الاحتفاظ بموجودات نقدية سائلة، إضافة لموجودات مالية تغلب عليها صفة السيولة لمواجهة الاحتياجات النقدية الفورية والعاجلة، فهي تعكس قدرة البنك على مواجهة التزاماته تجاه عملائه المودعين والدائنين من جهة، والاستجابة لطلبات منح الائتمان من جهة أخرى. وغالبا ما تكون لدى كل بنك لجنة لإدارة الموجودات والمطلوبات (Assets-Liabilities Committee) من أهم واجباتها إدارة السيولة في البنك من خلال تحليل آجال استحقاقات الودائع والمطلوبات ومدد وآجال المحفظة الائتمانية لدى البنك والسقوف والآجال المسموح الإقراض بها وحدود التركز للعملاء من خلال السياسة الاستثمارية وبما ينسجم مع تعليمات البنك المركزي.

الهدف الأساس لأي بنك أو مؤسسة مالية هو تشغيل الأموال وتوظيفها في قروض واستثمارات مالية لتحقيق معدل عائد مستهدف. فكلما انخفضت السيولة الفائضة(Exess Liquidity) لدى البنوك التجارية وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض رغبة البنوك في شراء السندات الحكومية، نظرا لانخفاض العائد عليها مقارنة بالائتمان الممنوح للقطاع الخاص. أما إن كان هناك فائض من السيولة لدى البنوك ولا تستطيع استثماره في قروض وأوراق مالية ذات عائد مناسب تقرره ضمن سياساتها الداخلية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة رغبة هذه البنوك في شراء الأذونات والسندات الحكومية.

فما تمتلكه البنوك من ديون على الحكومة يعتبر وفقا لتعليمات "بازل" خاليا من المخاطر البنك المركزي الأردني، تعليمات رأس المال التنظيمي رقم(2016/67)، وبالتالي لا يؤثر على نسبة كفاية رأس المال المطلوبة من البنوك المحافظة عليها، وهذا عامل آخر يدفع البنوك باتجاه الإقراض للحكومة. كما أن عملية الإقراض للحكومة من قبل البنوك تعتبر سهلة وإجراءاتها مبسطة، ولا تحتاج إلى معاملات وإجراءات عديدة، مثلما هو الحال في حالة الإقراض للقطاع الخاص، ذلك أن الإقراض للحكومة يتم من خلال الدخول بمزادات الأوراق المالية، في حين أن إقراض القطاع الخاص يتطلب اختيار العملاء بعناية خوفا من التعثر المستقبلي و كُلف إضافية تتعلق بالتسويق ومتابعة التسديد، وقد أطلق مصطلح البنوك الكسولة(Lazy-Banks) على تلك البنوك التي تُفضل الإقراض للحكومة.

إن نسبة كفاية رأس المال ((Capital Adequasy Ratio(CAR) هو مصطلح يوضح العلاقة بين مصادر رأس مال البنك ومخاطر موجوداته. ويعتبرمعدل كفاية رأس المال أداة لقياس ملاءة البنك وقدرته على سداد التزاماته ومواجهة أي خسائرغير متوقعة قد تحدث في المستقبل(البنك المركزي الأردني، تعليمات رأس المال التنظيمي رقم(2016/67)، وفقا لمعيار بازل). وهو من الإجراءات الاحترازية لحماية البنوك، والأطراف ذات العلاقة مثل المودعين والمالكين. ويطلق عليه أيضا نسبة كفاية رأس المال للمخاطر المرجحة Capital to Risk (Weighted) adequacy Ratio (CRAR))،حيث يجري ترجيح موجودات البنك المختلفة بنسب محدّدة من الأوزان تعكس المخاطر لكل نوع منها. يتم احتساب هذه النسبة وفقا لصيغة نصت عليها التعليمات الصادرة عن لجنة بازل(PaselI)، وبحيث لايقل عن(8%) وفقا للتعليمات التي كانت السارية خلال فترة الدراسة، علما أن الحد الأدنى لنسبة كفاية المال في الأردن تبلغ(12%)(البنك المركزي الأردني، تقارير الاستقرار المالي للأعوام 2012-2015)، وبالتالي على البنوك المركزية مراقبة قيام البنوك للالتزام بهذه النسبة، وأي بنك لايستوفي هذا الشرط ، فإنه يُطالب برفع رأسماله أو اتخاذ إجراءات للوصول لهذه النسبة. وكلمّا كانت نسبة كفاية رأس

المال مرتفعة، فإنه يكون لدى البنوك قُدرات أكبر على التوسع بالائتمان وتنويع محافظها ، وعلى قبول مخاطر أكبر.

كما أنّ معدل فائدة الإقراض للقطاع الخاص الذي يُعبّر عنه بمعدل فائدة الإقراض لأفضل العملاء ((Prime Lending Rate(PLR))، يعتبر من العوامل المؤثرة بالاقتراض الحكومي الداخلي، وقد يؤدي إلى صعوبة تمويل عجز الموازنة. فكلما كان هذا السعر مرتفعا وأعلى من معدل الفائدة على السندات وأذونات الخزينة الحكومية، فإن ذلك يوّلد رغبة لدى البنوك لإقراض القطاع الخاص بعائد أعلى من الإقراض للحكومة، خصوصا إذا كانت هذه البنوك تتمتع بنسبة مرتفعة من كفاية رأس المال. فالبنوك لديها رغبة في تحمل مخاطر(Riskl Apetite)، وغالبا ماتكون هذه الرغبة مقرونة بالعوائد التي ستجنيها البنوك. لذا فإنه مع تمتّع البنوك بسيولة مرتفعة ومعدل كفاية رأسمال مرتفع، فإنها ستزيد من إقراضها للقطاع الخاص، الذي تعتبر مخاطر إقراضه أعلى من مخاطر الإقراض للقطاع العام، وخصوصا إذا كان هامش(فرق) الفائدة بين الإقراض للقطاعين مرتفعاً.

إن تراكم عجز الموازنة قد يخلق صعوبات في الاقتراض لتمويل هذا العجز، فكلما ازداد العجز فإن ذلك يعني الحاجة لمزيد من الاقتراض، وبالتالي فإن معدلات التغطية للمزادات على السندات الحكومية من قبل البنوك المحلية ستنخفض. وكذلك الأمر بالنسبة لعبء الدين من الأقساط والفوائد، فكلما ازداد عبء الدين فإن ذلك يعني الحاجة لمزيد من الاقتراض، وبالتالي يؤثر سلبا في معدل تغطية المزادات على السندات الحكومية، أي زيادة الصعوبة في تمويل عجز الموازنة.

إن أثر المزاحمة (crowding out effect) الذي تحدثت عنه بعض النظريات الاقتصادية، وخاصة النظرية التقليدية الجديدة (النيوكلاسيكية)يتلخص في أن أي دينار إضافي يتم إقراضه للحكومة من قبل البنوك والمؤسسات المصرفية سيؤدي إلى حرمان القطاع الخاص من اقتراض هذا الدينار لغايات الاستثمار و تمويل المشاريع. ولكن على الجهة الأخرى يتحدث بعض الاقتصاديين أن تنويع المحفظة الائتمانية للبنوك يغري البنوك للإقبال على الإقراض للحكومة ذات المخاطر الأقل، وبنفس الوقت توسيع الإقراض للقطاع الخاص، وبالتالي خلق توازن بين المخاطر، وهذا يرجع الى حجم السيولة المتوفر لدى البنوك والمؤسسات المصرفية.

في دراسة (Emran,2009) بعنوان: البنوك الكسولة، الاقتراض الحكومي والائتمان الخاص في الدول النامية، تناول فيها أثر الاقتراض الحكومي من البنوك المحلية على الائتمان الممنوح للقطاع الخاص لستين دولة نامية للفترة من عام1975- 2006، وضمن فرضية أن الاقتراض الحكومي ربما يعمل على مزاحمة الائتمان الذي يمنح للقطاع الخاص، باعتبار أن الائتمان للقطاع الخاص هو القناة الكمية التي يمكن من خلالها قياس أثر المزاحمة. نظريا فإن

اقتراض الحكومة لدولار واحد إضافي من البنوك المحلية يعني أنه تم حرمان القطاع الخاص من هذا الدولار، وأن البنوك تقوم بتعديل محافظها الائتمانية وفق متطلبات المخاطر والعوائد. وحسب هذه الدراسة فإنه من الممكن مناقشة فرضية أن الاقتراض الحكومي بحجم كبير من البنوك المحلية ربما لا يكون له أثر ذو دلالة معنوية على الائتمان الممنوح للقطاع الخاص وعلى أثر المزاحمة، فعلى سبيل المثال عندما تتمتع البنوك بسيولة عالية فإن الإقراض للحكومة قد لا يزاحم الائتمان للقطاع الخاص. وأيضا تمتع البنوك بسيولة قد يحفزها على مزيد من الإقراض للقطاع الخاص كون الائتمان الحكومي قليل المخاطر.

وقد استخدم Emran التحليل القياسي في هذه الدراسة، حيث اعتبر نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ، أما المتغيرات التفسيرية فهي: نسبة الاقتراض الحكومي للناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والنمو في معدل الدخل الفردي والتضخم ومستوى الوساطة المالية ونوعية التنظيم المؤسسي وسعر فائدة الإقراض. وكانت نتائج التحليل أن الاقتراض الحكومي يزاحم الائتمان للقطاع الخاص بنسبة(1:1) وأن موضوع تنويع المحفظة بين الإقراض لقطاع الخاص والقطاع الحكومي لا تأخذه البنوك بعين الاعتبار.

6-2 التصنيف الائتماني حسب وكالات التصنيف العالمية

(Credit Rating Agencies)

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دوراً هامّاً في الاقتصاد العالمي بشكل عام، وفي أسواق رأس المال بشكل خاص. فما تقدمه هذه الوكالات من معلومات وبيانات، يساهم في تقليص ما اصطلح الاقتصاديون تسميته "تباين المعلومات"(Information asymmetry) بين المقترضين والمستثمرين.

فمؤسسات التصنيق الائتماني تزوّد الأسواق المالية بمعلومات عن جودة الديون التي يتم إصدارها ومخاطر عدم وفاء المدينين بالتزاماتهم؛ مما يسمح باتخاذ القرارات بشأن الاستثمار من عدمه في سندات الديون التي تصدرها الجهات المقترضة. لذا فإن صانعي القرار، وأصحاب رؤوس الأموال، ومؤسسات التمويل الدولية، يعتمدون بشكل كبير على ماتقدمه وكالات التصنيف من تقييمات قبل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. إن التصنيف الائتماني (Credit Rating) أو الجدارة الائتمانية (CreditWorthiness) هي درجة تُظهر حكم وكالات التصنيف الائتماني العالمية على الملاءة المالية ومدى قدرة دولة أو مؤسسة ما على سداد ديونها والمخاطر الائتمانية والمالية التي تواجهها.

ويشـمل التصـنيف الائتمـاني كـل من:الـدُول ويسـمّى التصـنيف السـيادي (Sovereign Rating)، والمؤسسـات (Corporate Credit Rating) كـالبنوك والشركات والصـناديق الاسـتثمارية وشركات التأمين وإسناد القروض والسندات، وفيما يلي نبذة عن التصنيف الائتماني وفقا لنوعيه:

1-6-2 التصنيف الائتماني السيادي للدول (Sovereign Credit Rating):

تقوم وكـالات التصـنيف الائتمـاني حسبما أصـبح سـائداً -خصوصـاً فـي الفتـرة الأخيـرة- بتصنيف وترتيب الدول وفقاً لاعتبارات اقتصادية وسياسية، وتلعب المؤشرات المالية والاقتصادية فيها كمستويات الدين العام والقدرة على خدمتها ونسبتها للصادرات والاحتياطيات ومالية الحكومة المركزية دوراً كبيراً في هذا التصنيف.

يعتمد التصـنيف الائتمـاني - بشـكل عـام- علـى عدة عوامل، وفيمـا يلـي العوامـل الرئيسـة المؤثرة في التصـنيف السيّادي، وقد اعتمدنا علـى الموقـع الالكترونـي لوكالـة سـتاندارد آنـد بـورز (Standard & Poor`s Global Credit Portal- www.standardandpoors.com/ratingsdirect)، علماً أن هذه العوامل متشابهة إلى حدّ كبير بين كافة وكالات التصنيف:

1- المخاطر السياسية (Political):وتتضمن عدداً من المحاور تتمثل فيما يلي:
- فعالية واستقرار المؤسسات السياسية ومؤسسات صنع القرار.
- الشفافية والمساءلة في المؤسسات والمعلومات والعمليات الحكومية.
- المخاطر الأمنية الخارجية.
- أثر المنظمات الخارجية في وضع السياسات المحلية.

فالاسـتقرار السياسـي، والمشـاركة الشـعبية فـي العمليـة السياسـية، والمخـاطر الجغرافيـة، والسياسات الحكومية تجاه استقرار كل من: الأمن والماليـة العامـة والنمـو الاقتصـادي والاسـتجابة للصدمات الاقتصادية والاجتماعية، كما أن مستوى الشـفافية والمسـاءلة فـي المؤسسـات الحكوميـة، وثقافة الحكومة تجاه دفع الديون تلعب دوراً هاماً في التصنيف السيادي للدولة.

2- العوامل الاقتصـادية(Economic): وتتعلـق بمسـتوى الـدخل والنمـو الاقتصـادي (Economic Growth Prospects) وتنافسـيته وتنـوع الاقتصـاد وحجـم الادخـار والاسـتثمار ومـدى تذبذبـه(Economic Diversity and Volatility)، ومرونـة سـوق العمـل، ومـدى وجـود قاعـدة مسـتقرة مـن الإيـرادات، وفـي مرونـة السياسـة الماليـة والنقديـة. حيـث يأخـذ التصـنيف بعـين الاعتبار المسار التاريخي السابق لسلسلة السياسات التي تم اتباعها في هذه المجالات.

3- العوامل الخارجية(External): وتتمثل بأثر السياسات المالية والنقدية على ميزان المدفوعات، وهيكل الحساب التجاري، وكفاية الاحتياطيات من العملات الأجنبية، والقدرة على خلق تحويلات بالعملة الأجنبية من الخارج للوفاء بالتزامات المقيمين سواء قطاع عام أو خاص، والدين الخارجي من حيث آجال الاستحقاق وهيكل العملات المكوّنة له.

4- العوامل المالية(Fiscal): وتتعلق بمدى الاستدامة في العجز السيادي وفي عبء الدين، كما يهتم هذا العامل بهيكل الدين العام والمخاطر المحتملة من الالتزامات الطارئة. فهو يأخذ بالحسبان كل من الأداء المالي ومرونته من جهة (يعتمد على التغير في الدين الحكومي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي)، وعبء الدين من جهة أخرى (كلفة الدين مقارنة بنمو الإيرادات)، وهيكل الدين العام ، والقدرة على الحصول على التمويل ، وعمق وتوسع سوق رأس المال.

5- العوامل النقدية(Monetary): مدى قدرة السلطة النقدية (البنك المركزي) على دعم نمو اقتصادي مستقر من خلال عرض النقد وظروف السيولة المحلية، والتوسع بالائتمان، واتجاه التضخم، ومواجهة الصدمات المالية.

من العوامل المذكورة أعلاه فإن الاعتماد المستمر على الاقتراض في تمويل عجز الموازنة وازدياد أعباء الدين الداخلي يساهم في تخفيض مرتبة التصنيف الائتماني للأردن، وهذا ينعكس سلباً، حيث ستزيد كلفة الاقتراض وخصوصا الخارجي منه نتيجة تناسب الفائدة عكسياً مع التصنيف الائتماني. كما أن تراجع الترتيب في التصنيف الائتماني سيزيد من صعوبات جذب استثمارات أجنبية نظراً لأن أحد المعطيات التي يعتمد عليها قرار الاستثمار هو التصنيف الائتماني للدولة.

فكلما كان التصنيف الائتماني أعلى كانت نسبة الفائدة المدينة (كلفة الاقتراض) أقل عند الحصول على القروض. وبالتالي إن ازدادت صعوبة الاقتراض الداخلي فإن ذلك يؤدي إلى صعوبة في الاقتراض الخارجي. حيث أن التوسع بالاقتراض الداخلي وما ينجم عنه من ارتفاع في معدلات الفائدة على السندات والأذونات الحكومية، سيؤدي إلى زيادة عبء الدين، وبالتالي سيؤثر على قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها، وهذا يؤثر سلبا في التصنيف الائتماني؛ مما سيخلق صعوبة في الاقتراض الخارجي.

وتعد مؤسستي (Standard and Poor’s) و (Moody’s) الأكثر انتشارا في هذا المجال، والجدول رقم (1) يوضح الرموز المستعملة من قبل هذه الوكالات:

جدول رقم (1) رموز التصنيف الائتماني حسب وكالات التصنيف الدولية		
ستاندرد أند بورز (s&p)	**موديز Moody's**	**وصف الجدارة**
AAA	Aaa	الأكثر أمانا
AA+ , AA,AA-	Aa1 , Aa2 , Aa3	جدارة ائتمانية عالية
A+, A,A-	A1, A2, A3	جدارة ائتمانية متوسطة عالية
BBB+, BBB, BBB-	Baa1, Baa2, Baa3	جدارة ائتمانية متوسطة منخفضة
BB+, BB, BB-	Ba1 , Ba2, Ba3	غير استثمارية
B+ , B , B-	B1, B2, B3	مخاطرة
CCC+,CCC,CCC-	Caa1, Caa2, Caa3	مخاطرة عالية
DDD, DD, D	C	متعثرة

المصدر: (الموقع الرسمي لوكالتي التصنيف Moody's، S&Pعلى الإنترنت)

2-6-2 التصنيف الائتماني للمؤسسات/للشركات (Corporate Credit Rating):

اهتمامنا بهذا التصنيف يتعلق بالبنوك والمؤسسات المالية، فالتصنيف الائتماني للبنوك يؤثر في قدرة هذه البنوك على التوسع في الإقراض وفي تقييم مخاطر الاستثمار بها، وبالتالي ينعكس على أسعار وحجم التداول بأسهم هذه البنوك. ومن الأهمية بمكان أن نعرف أن البنوك التجارية المحلية أصبحت خلال السنوات الأخيرة ممولاً رئيساً للحكومة، فأصبحت الحكومة تلجأ إلى مزيد من الاقتراض الداخلي من البنوك لتمويل عجز الموازنة العامة. وهذا لا يعني أن البنوك تستطيع دائما أن تدخل في عمليات شراء الأوراق المالية الحكومية، ذلك أن هناك عدة عوامل تؤثر بالتصنيف الائتماني للبنوك تحدّ من قدرتها على التوسع بالإقراض للحكومة.

فيما يلي العوامل الرئيسة التي تؤثر بالتصنيف الائتماني للبنوك بشكل خاص والمؤسسات بشكل عام وفقاً لوكالة موديز(Moody`s Investor : Rating Mthedology,Banking service):

1- الربحية والإيرادات (Profitability): مقدرة البنوك على توليد الإيرادات، يجعلها تحقيق أرباحاً وعوائد مجزية يرتبط بنوعية وجودة المحفظة الائتمانية واستثماراتها وتشغيلها للأموال. لذا فإن البنوك والمؤسسات المالية تقوم بتحديد البدائل المتاحة لتحقيق الإيراد المستهدف، فإذا كان العائد على الأوراق المالية الحكومية مناسبا فإنها تقوم بالتوسع في

الإقراض، أما إن كان العائد من الإقراض للقطاع الخاص أعلى فإنها ستعمل على عدم التوسع في الإقراض للحكومة.

2- مخاطر الموجودات (Assets Risk): فجودة الأصول /الموجودات هو مؤشر للقدرة على قبول مخاطر الائتمان. فتنوع المحفظة الائتمانية بشكل أساسي له أهمية في توزيع مخاطر الائتمان، وبالتالي لا تستطيع البنوك التوسع بالإقراض للحكومة وخصوصا إذا كان التصنيف الائتماني للدولة منخفضاً ، حيث أن ذلك سيؤثر سلبا على تقييم جودة المحفظة الائتمانية من قبل مؤسسات التصنيف الدولية، حتى وإن كان الائتمان الممنوح للحكومة المحلية خاليا من المخاطر، وفقا لتعليمات البنك المركزي، ولا يؤثر في احتساب معدل كفاية رأس المال.

3- السيولة (Liquidity): مدى توافر سيولة كافية لدى البنوك لمواجهة التزاماتها سواء تجاه عملائها المودعين أو لدائنيها، فيفترض بالبنوك الاحتفاظ بمستويات ملائمة من السيولة. وهذا يعني أن انخفاض السيولة لديها- وكما أشرنا سابقا في هذا الفصل- لن يُمكنها من التوسع بالإقراض، وخصوصا ما يتعلق بالإقراض للحكومة، وفق ما تطرقنا له سابقا بخصوص السيولة.

4- رأس المال(Capital): وهذا العامل مُلازم لعامل المخاطر، فكلما زادت المخاطر فإن البنوك بحاجة لمزيد من رأس المال للمحافظة على معدل كفاية رأس المال وفقا لمعايير "لجنة بازل"، والذي يعكس درجة الثقة بالبنك وقدرته على مواجهة الأزمات.

لقد كانت وكالات التصنيف الائتماني الدولية في السابق تضع حدا بأن التصنيف الائتماني لأي مؤسسة أو بنك أو صندوق لا يتجاوز التصنيف الائتماني للدولة المتواجدة فيها. ورغم أنه منذ عام 1997 لم يعد هذا شرطا للتصنيف من قبل هذه الوكالات، إلا أنه ما يزال عنصرا أساسيا يؤخذ بعين الاعتبار، وفقا لبعض الدراسات التي تمت بهذا الخصوص، وأهمها أوراق العمل التي أعدها باحثون لدى صندوق النقد الدولي.

أما بخصوص رموز الجدارة الائتمانية لدى وكالات التصنيف فيما يتعلق بالمؤسسات والبنوك فإنها مشابهة لما ورد في الجدول السابق رقم (1).

في دراسة (Adelino,2014) حول العلاقة بين التصنيف الائتماني للبنوك وحجم إقراضها ، فقد بينت أن العوامل التي تؤثر على التصنيف الائتماني تتعلق بمتغيرات كلية على مستوى الاقتصاد وأيضا على مستوى كل بنك من البنوك. ولكن يبقى التصنيف السيادي من

العوامل المهمة التي تلعب دورا في تصنيف البنوك، رغم أن شرط ألا يزيد تصنيف البنك عن تصنيف الدولة تم إزاحته من شروط التصنيف.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أنه في حالة تخفيض التصنيف السيادي فإن البنوك التي لها نفس تصنيف الدولة سوف تقوم بتخفيض حجم الإقراض وزيادة هامش معدل الفائدة بشكل أكبر مما هو في البنوك التي تصنيفها أقل من تصنيف الدولة. ويعود ذلك إلى أن تخفيض التصنيف السيادي يضعف القدرة على الدخول لأسواق التمويل وسوق الدين العام ويزيد من تكلفة التمويل. كما توصلت الدراسة إلى أن إدارة الدين العام تؤثر في سوق الائتمان من خلال التصنيف الائتماني السيادي وليس فقط من خلال أسعار الفائدة، فانخفاض التصنيف الائتماني السيادي حتى بالنسبة للبنوك الآمنة والقوية في الدولة سيجعلها تعاني من انخفاض التصنيف السيادي، فوكالات التصنيف سوف تقوم بتخفيض تصنيف هذه البنوك حتى وإن كانت غير متأثرة بالصدمات التي أدت إلى تخفيض التصنيف الائتماني.

7-2 الآثار المتوقعة لتمويل عجز الموازنة

من الناحية النظرية فإن تمويل عجز الموازنة والصعوبات التي تواجهه يتوقع أن يؤدي إلى آثار اقتصادية و مالية متنوعة على مختلف جوانب النشاط الاقتصادي و الاجتماعي، وكون هذه الدراسة تتعرض لموضوع صعوبات تمويل عجز الموازنة وآثاره. واستنادا إلى الفرضيات التي بنيت عليها الدراسة، فإن الآثار المتوقعة للصعوبات التي تواجه تمويل عجز الموازنة هي كما يلي:

1- عند اللجوء للاقتراض الداخلي بشكل موسع فإن ذلك سيعمل على ما يلي:

أ- زيادة عبء الدين من الأقساط والفوائد، و بالتالي زيادة في النفقات الحكومية لتغطية هذا العبء الإضافي، واللجوء لمزيد من الاقتراض، وبالتالي يصبح تمويل العجز من خلال الاقتراض ككرة الثلج المتدحرجة تزداد كلما تقدمنا عبر الزمن. هذا سيؤدي بالبنوك المحلية إلى رفع الفائدة على المزادات على السندات الحكومية، وسينعكس على شكل زيادة في عبء الدين من الأقساط والفوائد، وبالتالي يؤثر سلبا بالتصنيف الائتماني الصادر عن مؤسسات التمويل الدولية ،باعتبار أن أحد العوامل المؤثرة في هذا التصنيف -وحسبما ذكرنا سابقا -هو قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها في المدى المتوسط والطويل، وبالتالي سيؤدي إلى صعوبات في التفاوض للحصول على القروض الخارجية من جهة، وسيُحمّل الخزينة أعباءً إضافية على الاقتراض الخارجي ناتجة عن رفع أسعار الفائدة كنتيجة لتراجع أو انخفاض التصنيف

الائتماني للديون الحكومية من جهة أخرى. وهذا قد يضطرها إلى طلب كفالة دول خارجية ذات تصنيف ائتماني مرتفع عند الاقتراض الخارجي، وهذا غالبا ما يكون مقابل شروط بعضها يتعلق بأمور سياسية أو اقتصادية لا تتسم بالشعبية.

ب- انخفاض معدلات التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية، وهذا عادة ما ينتج إما عن انخفاض السيولة الفائضة لدى البنوك المحلية. وهذا هو المؤشر الأساسي لصعوبة تمويل عجز الموازنة في هذه الدراسة، والذي سيجري اختباره من خلال التحليل الكمي والوصفي والنماذج القياسية. كما قد ينتج عن عدم رغبة البنوك في شراء السندات والأذونات الحكومية عندما يكون العائد عليها منخفضا، أو عندما يكون استحقاق هذه السندات لا يتلاءم مع سياسات إدارة الموجودات والمطلوبات في البنوك المحلية.

ج- نتيجة الضغط على السيولة لدى البنوك فإن ذلك سيؤدى إلى قيامها برفع أسعار الفائدة على مزادات الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي سيكون أثره سلبيا على المالية العامة، حيث سيرفع من خدمة الدين. وسلبيا أيضا على القطاع الخاص، حيث أن ذلك يعني أن السيولة بدل إقراضها للاستثمار الخاص فإنها ستوجّه لإقراض القطاع العام، وبالتالي تشكيل أثر المزاحمة (Crowding out effect). أما الجانب الإيجابي لرفع سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية فإن المستفيد الوحيد منه هو البنوك، حيث سيرفع من العائد على محفظتها الائتمانية، وبالتالي زيادة أرباحها.

2- يضعف الاقتراض لتمويل عجز الموازنة قدرة الحكومة على وضع برامج ومشاريع استثمارية مهمة ضمن موازنتها نظرا لعدم كفاية الإيرادات وتناقص قدرتها على تغطية النفقات سواء المتعلقة بالنفقات الجارية المتكررة أو نفقات سداد أقساط وفوائد الدين القديم.

3- ستضطر الحكومة إلى اتخاذ قرارات تؤدي إلى زيادة الضرائب على الأفراد والشركات، وبالتالي يؤثر في مدخرات الأفراد وفي أرباح الشركات ؛مما يؤثر سلبا على الاستثمار الخاص، كما أن ذلك سيؤدي إلى اتخاذ إجراءات قد لا تلقى قبولا من المواطنين، ومن النقابات العمالية والمهنية، مثل فرض رسوم جديدة، ورفع الدعم عن سلع أساسية، وبالتالي ينعكس على عدم الرضا عن الأداء الحكومي.

8-2 الإطار التشريعي للموازنة العامة والدين العام

تضمنت التشريعات الأردنية قانونين ذي علاقة بالموازنة العامة والتمويل، فالموازنة العامة السنوية يتم تنظيمها سندا لقانون تنظيم الموازنة العامة رقم (58) لسنة (2008)، فيما

تضمن قانون الدين العام رقم (26) لسنة (2001) عملية تنظيم الدين العام وإدارته، وفيما يلي أهم البنود الواردة في القانونين والتي تتعلق بدراستنا:

1-8-2 قانون تنظيم الموازنة العامة

تضمن قانون تنظيم الموازنة العامة رقم(58) لسنة 2008 عمليات تنظيم الموازنة لكل من الحكومة المركزية والوحدات الحكومية من حيث رصد المخصصات ومتابعة المشاريع الممولة وإعداد جداول بكافة معلومات النفقات لسنة مالية قادمة وسنتين لاحقتين تأشيريتين. وقد نصت المادة(8/ج) على أن يتضمن قانون الموازنة السنوي خلاصة لكل فصل من فصول الموازنة يتضمن الرؤيا والرسالة والأهداف الاستراتيجية التي تسعى الدائرة الحكومية لتحقيقها خلال المدى المتوسط ، بالإضافة إلى البرامج والمشاريع والأنشطة التي تحقق هذه الأهداف، ومؤشرات قياس الأداء لغايات المتابعة والتقييم.

وقد أدرجت المادة المشار إليها ضمن هذا القانون على أساس أن الموازنة تعد على أساس الموازنة الموجهة بالنتائج (Result Oriented Budget) ، والتي تعني أن عملية رصد المخصصات يجب أن تكون مبنية على مؤشرات لقياس الأداء وليس كما تطلب كل دائرة. مما يتطلب وجود أولويات لكل دائرة وجهة حكومية ، بحيث تربط تحقيق أهدافها بالمخصصات التي ترصد لها، وأنه في حال عدم تحقيق المؤشرات فيجب أن يتم تعديل رصد المخصصات وإعادة ترتيب أولويات الدائرة الحكومية لتحقيق كامل أهدافها.

2-8-2 قانون الدين العام وإدارته

حدد قانون الدين العام رقم (26) لسنة 2001 وتعديلاته احتساب نسب الدين العام للناتج المحلي الإجمالي وفق ما يلي:

أ. نصت المادة (21) على :" لا يجوز أن يزيد رصيد الدين العام الداخلي في أي وقت من الأوقات على (60%) من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها هذه البيانات".

ب. ونصت المادة (22) على : " لا يجوز أن يزيد رصيد الدين القائم للدين العام الخارجي في أي وقت من الأوقات على (60%) من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات".

ت. كما نصت المادة (23): "على الرغم من أي نص مخالف لا يجوز أن يزيد الرصيد القائم للدين العام في أي وقت من الأوقات على (80%) من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات".

ث. بموجب القانون رقم (8) لسنة 2008 "قانون معدل لقانون الدين العام وإدارته " فقد تم تعديل النسب الواردة في كل من المادة (21 و22) من القانون رقم (26) لسنة 2001 ليصبح (40%) بدلاً من (60%) والنسبة الواردة في المادة (23) لتصبح (60%) مع إضافة كلمة صافي للمادة (21) الخاصة بالدين العام الداخلي على أن يعمل به اعتباراً من التاريخ الذي يقرره مجلس الوزراء.

إلا أن القانون المؤقت رقم (8) لسنة(2008) جرى تأجيله بقرار من مجلس الوزراء في جلسته المنعقدة بتاريخ 2009/12/22 بناءً على تنسيب من وزير المالية. كما وافق مجلس الوزراء بموجب القرار رقم (6743) المتخذ في جلسته المنعقدة بتاريخ 2014/11/26 على وقف العمل لمدة (3) سنوات بالمادتين (22،23) المشار إليهما أعلاه من قانون الدين العام رقم (26) لسنة2001.

الفصل الثالث

تطوّر عجز الموازنة العامة في الأردن

للأعوام (2005-2015)

1-3 تمهيد

تبنّى الأردن العديد من خطط التنمية متوسطة المدى بدءاً من مطلع السبعينات من القرن الماضي، وقد اشتملت على برامج ومشاريع تتعلق بشكل أساسي بالبنية التحتية والخدمات، كالتعليم والصحة والرعاية ألاجتماعية، وهذه المشاريع لا تعتبر ذات مردود مادي مباشر، وتحتاج إلى إنفاق مستمر؛ مما شكل عبئا على الموازنة العامة للدولة، علاوة على ذلك؛ فإنه حسب بعض الدراسات الحكومية، فإن مقررات القمة العربية في بغداد عام 1978 كانت قد قررت تخصيص مبلغ (1250) مليون دولار للأردن كمساعدات من الدول العربية لدعم صمود الجبهة الشرقية(تمثل حدود الأردن مع فلسطين)، بحيث تدفع على مدار (10) سنوات، فتعاقد الأردن على إثرها مع الاتحاد السوفييتي لشراء أسلحة، كما تعاقد مع بريطانيا على شراء طائرات، إلا أن هذه المساعدات لم يصل منها إلا القليل؛ فشكلت صفقات الأسلحة التي أبرمها الأردن ضغطاً والتزاماً إضافياً على الموازنة العامة، فتزايد العجز في الموازنة العامة، وبالتالي تزايد الاعتماد على الاقتراض لتغطية العجز. هذه الأسباب وغيرها أدت في نهاية المطاف إلى الأزمة المالية في عام 1989، عندما وصل الدين العام إلى مستويات غير مسبوقة، حيث وصلت نسبة الدين العام ما يقارب ضعفي الناتج المحلي الإجمالي، وأدى إلى عدم قدرة الأردن خلال تلك المرحلة على الوفاء بالتزاماته؛ مما شكل ضغطا على ميزان المدفوعات، وتراجعت الاحتياطيات الأجنبية لدى البنك المركزي، وفي النهاية أدى إلى انخفاض سعر صرف الدينار أمام العملات الأجنبية، ودخل بعدها الأردن - بإشراف البنك الدولي و صندوق النقد الدولي- ببرامج تصحيح اقتصادي مُتعددة أدت في النهاية إلى خروجه من الأزمة في بداية القرن الحالي.

ورغم برامج الإصلاح التي تم تبنّيها بعد ذلك، إلا أن العديد من الظروف السياسية المحيطة بالأردن، كاحتلال العراق، ومن ثم الأزمات في تونس ومصر وليبيا والعراق وسورية واليمن، أثرت بشكل كبير على الاقتصاد الأردني، وساهمت في تشكيل ضغط على موازنة الدولة، علاوة على أزمة الطاقة الناتجة عن انقطاع الغاز المصري الأقل كلفة في توليد الكهرباء، واللجوء

لاستخدام الوقود الثقيل والديزل ذو الكلفة المرتفعة كبديل عن الغاز، وفي ضوء عدم كفاية الإيرادات المحلية والمساعدات الخارجية والاستمرار في سياسات دعم السلع كالكهرباء والطحين والمياه، وكلفة استقبال اللاجئين وما شكلته من ضغط على البنية التحتية والمياه وخدمات التعليم والصحة، والحاجة لمشاريع البنية التحتية اللازمة لجذب الاستثمارات، إضافة لارتفاع أسعار النفط العالمية خلال الفترة من عام 2007 إلى 2014 ، كل ذلك أدى إلى تزايد في عجز الموازنة العامة، وبالتالي اللجوء لمزيد من الاقتراض، والذي وصل إلى مستويات قياسية إذا ما تم حسابه بالقيمة المطلقة، حيث قارب رصيد الدين العام الإجمالي إلى (25) مليار دينار أردني مع نهاية عام 2015، وشكل ما يزيد عن (85%) من الناتج المحلي الإجمالي في ذلك الوقت.

2-3 خلاصة الوضع الاقتصادي والمؤشرات الاقتصادية الرئيسة للأعوام (2005-2015)

شهد الاقتصاد الأردني تذبذبا في معدلات النمو على مرِّ أعوام الدراسة نتيجة عوامل داخلية وخارجية. ونستعرض فيما يلي بعض تطورات ومؤشرات الاقتصاد الأردني:

1-2-3 الناتج المحلي الإجمالي والتضخم للأعوام (2005-2015)

يُعبّر الناتج المحلي الإجمالي عن مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة. أما النمو في الناتج المحلي الإجمالي فهو من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تعبر عن مسار الاقتصاد وتطوره، ويعتبر المرجع الأساسي الذي تنسب إليه معظم النشاطات والمؤشرات الاقتصادية، كنسب الدين العام، والعجز في الموازنة، والعجز في الميزان التجاري، وفي ميزان المدفوعات. أما التضخم فيعتبر مؤشراً على النمو في المستوى العام للأسعار، وهو يعكس بطريقة غير مباشرة التغير في القوة الشرائية. الجدول رقم(2) يبين الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية ومعدلات النمو والتضخم معبراً عنه بالتغيرالنسبي بالرقم القياسي لأسعار المستهلك (Consumer Price index) للأعوام 2005-2015.

خلال الأعوام 2005-2007 حقق الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة نموا قويا بلغ (8.1%، 7.9%، 8.2%) على التوالي، وقد جاء هذا النمو مدعوما بنمو معظم القطاعات الاقتصادية رغم ارتفاع أسعار النفط في السوق العالمي الذي انعكس على معدل التضخم مقاسا بالتغيرالنسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك(CPI). وفي العام 2008 استمر النمو القوي في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة وإن كان

بوتيرة أقل من الفترة السابقة، حيث بلـغ النمو (7.2%)، وكـان لنمو الصـادرات الوطنيـة فـي هذا العـام ونمـو قطاعـات الإنتـاج الخـدمي أثـراً كبيـرا فـي اسـتمرار هـذا النمـو، إلّـا أن المسـتوى العـام للأسـعار شـهد ارتفاعـا غيـر مسبوق بلـغ (13.9%) نتيجـة عوامـل خارجيـة ومحليـة؛ تمثلـت فـي اسـتمرار أسـعار الـنفط بالارتفـاع وارتفـاع أسـعار الغـذاء والسـلع الأساسـية فـي الأسـواق العالميـة وتحرير أسعار المشتقات النفطية محليا.

جدول رقم(2)

الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات النمو والتضخم للأعوام2005-2015 (المبلغ بالمليون دينار)

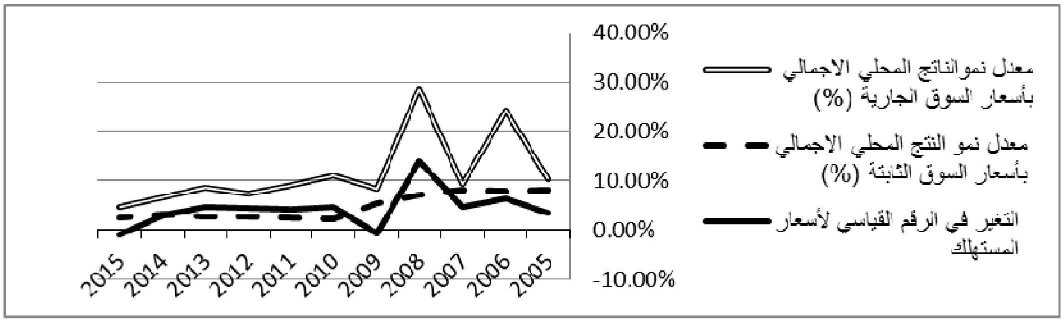
البيان	الناتج المحلي الإجمالي GDPبأسعار السوق الجارية	معدل نموGDP بأسعار السوق الجارية (%)	معدل نمو GDP بأسعار السوق الثابتة (%)	التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلكCPI
2005	8925.4	%10.32	%8.10	%3.50
2006	11092.6	%24.28	%7.90	%6.30
2007	12131.4	%9.36	%8.20	%4.70
2008	15593.4	%28.54	%7.20	%13.90
2009	16912.2	%8.46	%5.50	%0.70-
2010	18762	%10.94	%2.30	%4.80
2011	20476.6	%9.14	%2.60	%4.20
2012	21965.5	%7.27	%2.70	%4.50
2013	23851.6	%8.59	%2.80	%4.80
2014	25437.1	%6.65	%3.10	%2.90
2015	26637.4	%4.72	%2.40	%0.90-

المصدر: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، أعداد مختلفة.

في عام 2009 ونتيجة تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية، فقد انخفض معدل نمو النـاتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتـة مقارنـة بعـام 2008، حيث بلـغ (5.5%)، وحسب تقرير البنك المركـزي لعـام 2009 فـإن ذلـك يعـزى إلـى تراجـع وتيـرة النشـاط الاقتصـادي لـدى أبـرز شـركاء الأردن فـي التجـارة والعمالـة والاستثمار بمـا فـي ذلـك دول الخلـيج العربـي، وهـذا أدى إلـى هبـوط الصـادرات السلعية وانخفـاض حـوالات العـاملين والمسـاعدات الخارجيـة. وقـد صـاحب هـذا التراجـع

انخفاضاً في الضغوط التضخمية نتيجة تراجع أسعار بعض السلع الأساسية في السوق العالمي وخصوصا النفط، حيث بلغ معدل التغير في المستوى العام للأسعار (-0.7%)

في عام 2010 استمرت تداعيات الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد الأردني وقطاعاته المختلفة، فهبط معدّل النمو بالناتج المحلي الإجمالي إلى (2.3%)، وهو أدنى مستوى له منذ العام 2005، أمّا المستوى العام للأسعار فقد شهد ارتفاعا ليصل (4.8%)، وحسبما هو مبين في الشكل رقم(1) أدناه.



الشكل رقم(1): معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

شهد العام 2011 تطورات إقليمية - تمثلت في بداية الربيع العربي وما رافقه من اضطرابات سياسية في بعض دول المنطقة العربية، علاوة على استمرار الأزمة المالية العالمية بإلقاء ظلالها على بعض البلدان الأوروبية - وقد بلغ النمو بالناتج المحلي الإجمالي (2.6%)، ورغم أن هذا المعدل كان أفضل من العام 2010، إلا أنه بقي دون المستويات التي وصلتها معدلات النمو في فترات سابقة.أمّا المستوى العام للأسعار المُعبّر عنه بالتغير بالرقم القياسي لأسعار المستهلك فقد بلغ (4.2%)، وهو أقل من عام 2010 ، وهذا نتج عن سياسات الدعم الحكومي لبعض السلع الأساسية.

في عام 2012 استمرت تداعيات الظروف الإقليمية وأهمها تعمّق الأزمة السورية؛ مما شكل ضغطا على الاقتصاد الأردني، فتدفق مئات آلاف اللاجئين السوريين، واستمرت أسعار النفط بالارتفاع عالميا، ورغم ذلك فقد حقق الناتج المحلي الإجمالي نمواً نسبته(2.7%)، أما نسبة النمو في المعدل العام للأسعار فقد بلغت(4.5%) وهو أعلى مما كان عليه في عام 2011، وهو ناتج عن تحرير أسعار المحروقات في شهر 2012/10 والذي أثر على مجموعة سلع الوقود والإنارة والنقل، علاوة على أن ارتفاع أسعار النفط عالميا ساهمت في رفع أسعار السلع الاستهلاكية المستوردة.

خلال عامي 2013 و2014 شهدت معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة تحسناً طفيفاً عما كان عليه في عام 2012 حيث بلغت نسبة النمو(2.8% ، 3.1%) على التوالي، وحسبما ورد في التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني لعام2014، فقد جاء هذا التحسن مدعوما بنمو معظم القطاعات الاقتصادية، ففي عام 2014 جاء التحسن بسبب نمو قطاع الصناعات الاستخراجية، والذي نما بنسبة(27.6%)، مدفوعا بزيادة كميات إنتاج الفوسفات بنسبة(34.4%)، والبوتاس بنسبة(20.7%)، وذلك لتلبية الطلب المتزايد على هاتين المادتين في أعقاب إبرام اتفاقيات جديدة مع عدة دول، أهمها الصين والهند، ورغم هذا التحسن، إلا أنه بقي أقل من معدلات النمو المسّجلة في الأعوام 2009 فما قبل. أما نسبة النمو في المعدل العام للأسعار فقد بلغت (4.8%) في عام 2013، ثم تراجعت لتصبح (2.9%) في عام 2014، وكان السبب الرئيس للتباطؤ في نسبة نمو المعدل العام للأسعار في عام 2014 كنتيجة رئيسة لتلاشي أثر تحرير أسعار المشتقات النفطية، وانخفاض أسعار النفط عالميا، وبالتالي انخفاض أسعار السلع المرتبطة به.

تراجع النمو في عام 2015 الى (2.4%) مقارنة مع (3.1%) في عام 2014، كما شهد النمو النسبي في المعدل العام للأسعار انكماشا بلغت نسبته(-0.9%) نتيجة استمرار أسعار النفط بالإنخفاض عالميا، وانخفاض أسعار السلع الاستهلاكية المستوردة المرتبطة به.

وبشكل عام فقد بلغ متوسط معدلات النمو بالناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة(2.65%) في الأعوام 2010-2015 وهي أقل بكثير من تلك التي تحققت خلال الأعوام 2005-2009، حيث بلغ متوسط معدل النمو فيها(7.38%).

2-2-3 الميزان التجاري للأعوام (2005-2015)

تأثر الميزان التجاري في الأردن بشكل كبير بعد احتلال العراق في عام 2003، فقد كان العراق قبل ذلك أكبر شريك تجاري للأردن، حيث كان المصدر الرئيس لمستوردات الأردن من النفط، وبأسعار تفضيلية أقل من الأسعار العالمية، كما كان السوق العراقي أكبر سوق للصادرات الأردنية، حيث حظيت السلع الأردنية على معاملة تفضيلية، وكان قطاع النقل نشطاً بين البلدين في ذلك الوقت. وقد شهدت الأعوام اللاحقة بعد احتلال العراق اختلالات كبيرة في الميزان التجاري أدت إلى زيادة العجز في الميزان التجاري، فأصبحت الفجوة كبيرة بين الصادرات والمستوردات، مما أدى إلى تداعيات سلبية على كل من الحساب الجاري في ميزان المدفوعات وعلى الاحتياطيات من العملات الأجنبية. وبالطبع فإن ذلك أثر بشكل كبير على النشاط الاقتصادي.

يبين الجدول رقم (3) تطور الميزان التجاري في الأردن للأعوام 2005-2015:

جدول رقم (3)

الميزان التجاري للأعوام 2005-2015 **(المبلغ بالمليون دينار)**

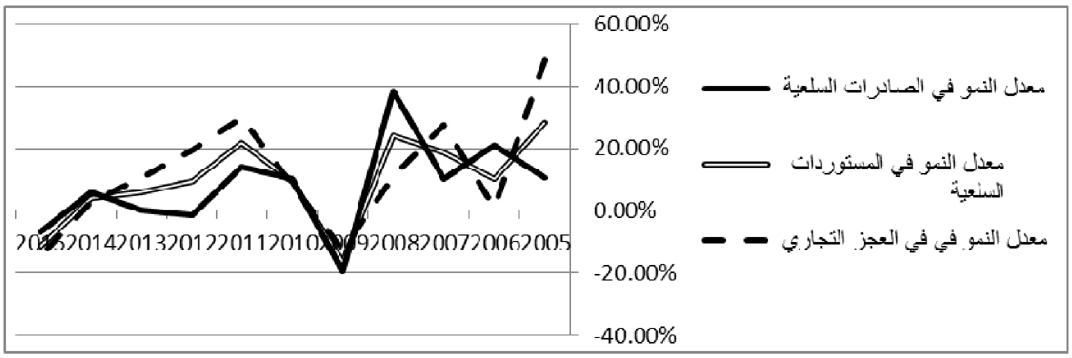
البيان	الصادرات السلعية	معدل النمو في الصادرات السلعية	المستوردات السلعية	معدل النمو في المستوردات السلعية	عجز الميزان التجاري	معدل النمو في العجز التجاري
2005	3049.7	%10.78	6606	%28.32	3556.3	%48.48
2006	3689.9	%20.99	7274.6	%10.12	3584.7	%0.80
2007	4063.6	%10.13	8637.8	%18.74	4574.2	%27.60
2008	5633	%38.62	10717.4	%24.08	5084.4	%11.15
2009	4526.3	%19.65-	8975.1	%16.26-	4448.8	%12.50-
2010	4990.1	%10.25	9813.9	%9.35	4823.8	%8.43
2011	5684.5	%13.92	11946.2	%21.73	6261.7	%29.81
2012	5599.5	%1.50-	13086.1	%9.54	7486.6	%19.56
2013	5617.9	%0.33	13888	%6.13	8270.1	%10.47
2014	5953.6	%5.98	14449.2	%4.04	8495.6	%2.73
2015	5558.3	%6.64-	12807.6	%11.36-	7249.3	%14.67-

المصدر: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، أعداد مختلفة.

شهد العام 2005 نموا كبيرا في عجز الميزان التجاري وبنسبة (48.48%) ليصل إلى (3556.3) مليون دينار، فارتفعت المستوردات بنسبة (28.32%)، فيما كان النمو بالصادرات (10.78%)، وذلك كنتيجة لارتفاع أسعار النفط عالميا، وظروف عدم الاستقرار بالمنطقة بعد احتلال العراق. وفي عام 2006 شهد الميزان التجاري تحسنا كبيرا نتيجة ارتفاع الصادرات بنسبة (20.99%)، فيما ارتفعت المستوردات بنسبة (10.12%)، نتج عنه نمو العجز في الميزان التجاري بنسبة(0.80%) فقط. عادت المستوردات في عام 2007 للنمو بنسبة أكبر من الصادرات نتيجة استمرار الارتفاع في أسعار النفط عالميا؛ مما أدى إلى نمو العجز في الميزان

التجاري بنسبة (27.6%). وفي عام 2008 ورغم استمرار أسعار النفط بالارتفاع، وانعكاس ذلك على زيادة المستوردات إلّا أنه نتيجة ارتفاع أسعار صادرات الأردن من الفوسفات والبوتـاس، فقد نما العجز في الميزان التجاري بنسبة (11.15%)، وهي أقل من نسبة النمو في عام 2007.

فـي عـام 2009 شـهد العجـز فـي الميـزان التجـاري ولأول مـرة منـذ عـام 2005 تراجعـا بالقيمـة المطلقـة، فأصـبحت نسـب نُمـوه بالسـالب (-12.50%)، نتيجـة تراجـع كـل مـن الصـادرات والمستوردات وكما هو مبين في الشكل رقم (2):



الشكل رقم (2): معدلات النمو في الصادرات والمستوردات والميزان التجاري.

خـلال الأعـوام 2011-2013 عـاد العجـز بـالميزان التجـاري ليرتفـع بنسـبة (29.81%، 19.56%، 10.47%) علـى التـوالي؛ نتيجـة انقطـاع الغـاز المصـري وزيـادة المسـتوردات مـن الوقـود الثقيـل والـديزل لاسـتخدامهما فـي توليـد الطاقـة الكهربائيـة، وتراجـع الطلـب العـالمي علـى الصـادرات الأردنية، وتداعيات الأزمة السورية. في عام 2014 تحسنت الصادرات الوطنية، حيث زادت صـادرات الفوسـفات والبوتـاس والأسـمدة، نتيجـة ازديـاد الطلـب العـالمي، وتوقيـع اتفاقيـات تصدير مع الهند والصين، كمـا تراجعت نسبة نمو المستوردات نتيجـة تراجـع أسـعار الـنفط؛ ممـا انعكس على انخفاض نسبة النمو في عجز الميزان التجاري لتصبح (2.37%). نتيجـة الانخفـاض الكبير في فاتورة مستوردات الأردن النفطية نتيجة تراجع أسعار النفط عالمياً، فقد انخفض إجمالي قيمـة المسـتوردات فـي عـام 2015 بنسـبة (11.36%)؛ ممـا أدى إلـى تراجـع العجـز فـي الميـزان التجاري بنسبة (14.67%) رغم تراجع الصادرات الوطنية بنسبة (6.64%).

3-3 تطور عجز الموازنة العامة للأعوام (2005-2015)

ينشـأ عجـز الموازنـة العامـة عن عدم كفايـة الإيـرادات العامـة والمـنح فـي تغطيـة النفقـات العامـة. وخـلال السـنوات السـابقة عانـت الموازنـة العامـة فـي الأردن مـن عجـز مـزمن وصـل إلـى مستويات قياسية. ويستعرض هذا الجزء من الدراسة تطور عجز الموازنة العامة للأعوام 2005-

2015 من خلال تحليل النفقات والإيرادات العامة والتغيرات التي حدثت عليهما، كما يتطرق لأهم الأسباب التي أدت إلى استمرار هذا العجز.

يُعد التوسع بالإنفاق الحكومي العامل الأساسي والسبب المباشر لزيادة العجز في الموازنة العامة، ذلك أن النمو بالإنفاق بنسب تفوق النمو في الإيرادات أدى إلى تنامي العجز. والجدول رقم(4) يبين تطور إجمالي النفقات العامة والإيرادات العامة وعجز الموازنة العامة للأعوام 2005-2015 ونسب النمو لها، كما يبين نسبة تغطية إجمالي الإيرادات لإجمالي النفقات:

جدول رقم(4)

تطور اجمالي النفقات والايرادات العامة وعجز الموازنة للأعوام 2005-2015 (بالمليون دينار)

البيان	مجموع النفقات	معدل نمو مجموع النفقات	مجموع الإيرادات والمنح	معدل النمو في مجموع الإيرادات والمنح	العجز	معدل النمو بالعجز	نسبة تغطية الإيرادات للنفقات
2005	3105	%5.9	3064	%8.9	41	%6.5	%98.7
2006	3860	%24.3	3469	%13.3	391	%853.7	%89.9
2007	4540	%17.6	3971	%14.5	569	%45.2	%87.5
2008	5432	%19.6	5094	%19.3	338	-%40.6	%93.8
2009	6031	%11.0	4521	%4.5-	1510	%346.8	%74.9
2010	5708	%5.4	4663	%3.0	1045	-%30.8	%81.7
2011	6797	%19.1	5414	%16.2	1383	%32.3	%79.7
2012	6878	%1.2	5054	%6.7-	1824	%31.9	%73.5
2013	7077	%2.9	5759	%13.9	1318	-%27.7	%81.4
2014	7851	%10.9	7268	%26.2	583	-%55.8	%92.6
2015	7723	%1.6-	6796	%6.5-	927	%59.0	%88.0

المصدر: الحسابات الختامية للموازنة العامة للأعوام 2005-2015.

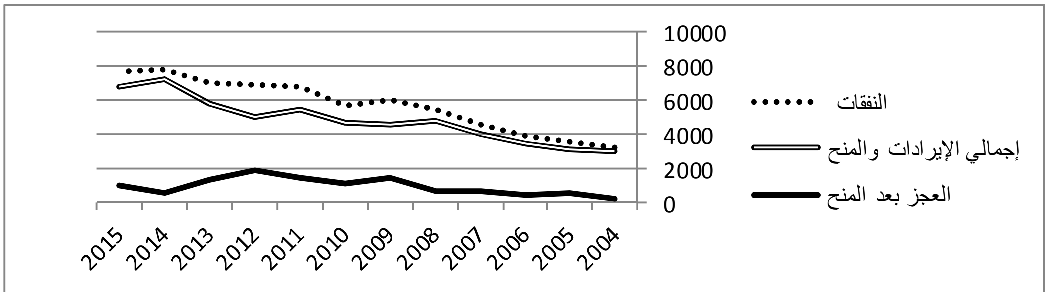
بشكل عام يلاحظ أن أسباب استمرار العجز في الموازنة العامة يعود إلى أنه في معظم الأعوام كان النمو في النفقات الإجمالية أعلى من النمو في الإيرادات الإجمالية، وهذا يعود بشكل أساسي إلى توسع الحكومة في الإنفاق وعدم قدرة الإيرادات المحلية على تغطية هذا التوسع، إضافة إلى تذبذب المنح الخارجية التي تلقاها الأردن. كل هذا أدى إلى عدم قدرة الإيرادات على تغطية النفقات. فعلى مدار الأعوام السابقة تبنى الأردن سياسة توسعية في الإنفاق دون أن يكون

هناك نمو كافي و مستمر في الإيرادات قادر على تغطية هذا التوسع؛ مما يشير إلى عدم مرونة النظام الضريبي أو عدم تفعيله بالشكل الذي يدعم الاستمرار بمستويات مرتفعة من الإنفاق. وإذا ما أخذنا بعين الاعتبار برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي المتتالية التي نفذها الأردن بإشراف صندوق النقد الدولي، وما تمخض عنها من إزالة الدعم عن بعض السلع الأساسية، مثل المحروقات والكهرباء، إلا أن النتائج التي آلت إليها المالية العامة بالأردن تدل على محدودية نجاح هذه البرامج. وقد ساهمت أزمة اللجوء السوري وما شكلته من ضغط على خدمات البنية التحتية، كالصحة والتعليم والمياه والطاقة، وارتفاع أسعار النفط في السوق العالمي خلال السنوات التي سبقت العام 2015 في تشكيل ضغط على الموارد المالية للدولة؛ مما ساهم في تفاقم مشكلة العجز في الموازنة العامة.

يبين الجدول السابق رقم(4) أنه في الأعوام 2005-2007 كانت مستويات العجز منخفضة، حيث كان معدل النمو في النفقات أعلى بقليل من النمو في الإيرادات، وهذا سمح بأن تغطي الإيرادات ما نسبته (98.7%، 89.9%، 87.5%)من إجمالي النفقات لهذه الأعوام على التوالي، وهي نسبة جيدة أبقت مستوى العجز منخفضا. وفي العام 2008 زادت الإيرادات المحلية بمبلغ(750) مليون دينار وبنسبة (21%)، كما زادت المنح الخارجية بنسبة (109%) لتصل قيمتها (718) مليون دينار، وفي نفس العام زاد مجموع النفقات بمبلغ(892) مليون دينار ليصل العجز (338) مليون دينار. إلا أنه في العام 2009 ارتفعت النفقات الإجمالية بنسبة (11%)، فيما انخفضت الإيرادات بنسبة (4.5%)؛ مما أدى إلى زيادة العجز إلى(1510) مليون دينار، حيث وصلت نسبة تغطية الإيرادات للنفقات (74%)، وقد جاء هذا الارتفاع بالنفقات كنتيجة لارتفاع النفقات الرأسمالية والنفقات الجارية للجهاز المدني، فيما انخفضت الإيرادات الاجمالية كنتيجة رئيسة لانخفاض المنح والمساعدات الخارجية بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية التي بدأت في أواخر العام 2007 ، واستمرت تداعياتها للسنوات الأربع اللاحقة.

شهدت الأعوام 2010-2013 استمرار نمو العجز بمستويات مرتفعة ووفق ما هو مبين في الشكل رقم (3)، حيث وصل العجز (1045, 1383, 1824 , 1318) مليون دينار على التوالي. وكان لارتفاع النفقات الجارية للجهاز المدني وتزايد أقساط القروض المحلية الدّور الرئيس في زيادة النفقات الإجمالية. فتزايد قيمة أقساط القروض وخصوصا المحلية منها أدت إلى توسع الحكومة بالاقتراض لتغطية العجز وتسديد أقساط القروض المستحقة. ففي العام 2011 وصلت قيمة المنح الخارجية التي تلقاها الأردن(1215) مليون دينار، ونتيجة تراجع الإيرادات

المحلية وارتفاع النفقات الجارية للجهاز المدني بنسبة كبيرة بلغت (29%)، فقد وصل العجز (1383) مليون دينار. وفي عام 2012 تراجعت المنح الخارجية إلى (327) مليون دينار، وزادت نفقات الجهاز المدني الجارية بمبلغ(504) مليون دينار، وبنسبة (13%)؛ مما أدى إلى وصول



العجز إلى(1824) مليون دينار، وهو أعلى مستوى يصل إليه عجز الموازنة العامة منذ عام 2005 وحتى العام 2015.

الشكل رقم (3): تطور إجمالي الإيرادات والنفقات العامة والعجز للأعوام 2005-2015.

شهد العام 2013 تراجع مستوى العجز عن عام 2012 كنتيجة لتراجع النفقات الجارية للجهاز المدني وارتفاع الإيرادات المحلية والمنح الخارجية، إلا أنه بسبب زيادة النفقات الرأسمالية فقد بقي مستوى هذا العجز مرتفعا، حيث تم تمويل جزء من النفقات الرأسمالية من خلال المنحة الخليجية. وفي الأعوام 2014 و2015 تراجع العجز بشكل كبير نتيجة تدفق المنح الخارجية وزيادة الإيرادات بنسب أكبر من الزيادة في النفقات. حيث ارتفع الإيرادات المحلية في عام 2014 بمبلغ(911)مليون دينار، نتيجة فرض ضريبة خاصة على مجموعة من السلع الكمالية، وفرض بدل خدمات جمركية على البضائع المستوردة، وتحصيل إيرادات دخل ملكية إضافية من قطاع الإتصالات، أم النفقات فقد ارتفعت نتيجة ارتفاع نفقات استخدام السلع والخدمات، وارتفاع نفقات الجهاز العسكري، وسيتطرق الجزء التالي إلى تحليل تطور النفقات والإيرادات ومكوناتها التي ساهمت في تفاقم مشكلة العجز.

3 - 4 أسباب العجز في الموازنة العامة للأعوام (2005-2015)

تعدّدت أسباب عجز الموازنة العامة في الأردن، ولكن بشكل عام يمكن استخلاص أن أسباب استمرار العجز وتزايده يقع ضمن محورين أساسيين هما:

- أسباب داخلية ناتجة عن السياسات الحكومية في مجال النفقات والإيرادات. فقد اتبعت الحكومة سياسة دعم بعض السلع والخدمات الأساسية وتوسعت بالإنفاق على رواتب القطاع العام وفي الإنفاق الرأسمالي، في حين كانت الإيرادات المحلية غير قادرة على النمو بالشكل الكافي

لتغطية هذه النفقات، كما تذبذبت قيمة المنح التي حصل عليها الأردن؛ مما أثر سلباً على عجز الموازنة العامة .

- أسباب خارجية ناتجة عن الظروف التي تأثر بها الأردن نتيجة الأزمة المالية العالمية و ارتفاع أسعار النفط عالمياً، والذي تسبب في أزمة الطاقة، وخصوصا الكهرباء بعد انقطاع الغاز المصري. وزادت أزمة اللجوء السوري من المشاكل التي عانت منها المالية العامة في الأردن بسبب ازدياد الطلب على الخدمات الأساسية، كالصحة والتعليم والمياه والطاقة. وشكلت الظروف السياسية غير المستقرة في المنطقة، مما أدى إلى متطلبات إضافية وحاجة لمزيد من الإنفاق على الجانب الأمني.

لقد تزامنت الظروف الداخلية و الخارجية المشار إليهما أعلاه؛ مما أدى إلى تفاقم مشكلة عجز الموازنة العامة، فأصبحت في مرحلة من المراحل خارج السيطرة، وأدت إلى انعكاسات سلبية على المالية العامة بشكل خاص، وعلى الاقتصاد الأردني ككل بشكل عام. إن انعكاسات هذه الظروف توّلد عنها عدد من الأسباب الفرعية التالية لعجز الموازنة العامة:

1- عجز الموازنة الجارية، التي تمثل الفرق بين الإيرادات المحلية والنفقات الجارية للجهازين العسكري والمدني.
2- النفقات الرأسمالية التي كانت تُموّل في أغلبها من القروض الداخلية والخارجية، وما تمخض عنه من زيادة نفقات خدمة الدين من الأقساط والفوائد.
3- ارتفاع خدمة الدين من الأقساط والفوائد، التي أدت إلى الحاجة لإعادة تمويلها من خلال التوسع بالاقتراض لتغطيتها.
4- انخفاض مرونة السياسة الضريبية، الأمر الذي لم تكن معه هذه الإيرادات قادرة على تغطية النفقات و خصوصا الجارية منها.
5- تذبذب المنح الخارجية التي حصل عليها الأردن؛ مما خلق فجوة بين الإيرادات والنفقات تم تعويضها بالاقتراض وما يتضمنه من تكاليف خدمته من الأقساط والفوائد.

لقد تطرقنا في الجزء السابق من هذا الفصل لتطور الإيرادات والنفقات والعجز، وسنتناول في هذا الجزء من الفصل أسباب العجز الحقيقية، من خلال تحليل عجز الموازنة الجارية والنفقات الرأسمالية، وتطور مكونات الإيرادات المحلية ونموالمنح الخارجية للفترة(2005-2015).

1-4-3 عجز الموازنة الجارية للأعوام 2005-2015

تبنت الحكومات الأردنية المتعاقبة العديد من البرامج والسياسات الاقتصادية والاجتماعية بهدف رفع مستوى المعيشة للمواطن ولمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية، كما تبنت سياسات الدعم بدءا من دعم الخبز، ثم المحروقات و الكهرباء و المياه، إلا أن الإنفاق على هذه الجوانب خلق ضغطا مستمرا على موارد الدولة، أصبح معها من الصعوبة بمكان أن يتم الاستمرار بهذه السياسات. لذا قامت الحكومات اعتبارا من العام 2013 بتبني طرق جديدة لدعم السلع الأساسية المذكورة من خلال تحرير أسعار المشتقات النفطية، وتعويض المواطنين بمبالغ مالية تدفع نقدا لهم عندما يكون معدل سعر برميل النفط أكثر من (100)دولار، ويتوقف هذا الدعم عندما ينخفض عن هذا السعر، علاوة على ذلك فقد بدأت الحكومة اعتبارا من موازنة العام 2015 برفع تدريجي لأسعار الكهرباء بهدف الوصول إلى نقطة التعادل (تساوي الإيرادات مع النفقات) لدى شركة الكهرباء الوطنية، فتم رفع أسعار الكهرباء للشرائح التي يزيد استهلاكها عن (600)كيلو واط بواقع(7.5%)، وذلك لتغطية الفجوة بين سعر شراء الكهرباء من شركات التوليد و سعر البيع للمواطنين والمنشآت، ذلك أن شركة الكهرباء الوطنية مملوكة بالكامل للحكومة؛ إذ كانت تتحمل كامل قيمة فاتورة الطاقة المستخدمة في توليد الكهرباء(Pass Through)، ويبين الجدول رقم (5) عجز الموازنة الجارية وأهم النفقات الحكومية التي تسببت في هذا العجز، وهي :

1- زيادة الرواتب والأجوروالعلاوات للموظفين والعاملين في القطاع العام.
2- سياسة دعم المواد التموينية والمحروقات والإعانات التي تبنتها الحكومة.
3- تزايد فوائد الدين العام الناجم عن ارتفاع رصيد الدين العام وارتفاع كلفة الاقتراض الداخلي.
4- ارتفاع مخصصات الجهاز العسكري نتيجة الأوضاع السياسية غير المستقرة في المنطقة، وما يتطلبه من إنفاق على النواحي الأمنية، ودخول الأردن في التحالف الدولي لمكافحة الإرهاب.
5- دعم المؤسسات الحكومية التي لاتحقق إيرادات ذاتية كافية لتغطية نفقاتها.

ففي عامي 2005 و 2006 زادت الإيرادات المحلية بمبلغ(415) مليون دينار و(603) مليون دينار على التوالي، فيما كانت الزيادة في النفقات (358) مليون دينار عام 2005 و(210) مليون دينار عام 2006، حيث نتجت الزيادة بالنفقات عام 2005 عن ارتفاع نفقات دعم المحروقات نتيجة ارتفاع أسعار النفط، ليصل حجم الدعم (658) مليون دينار، نتيجة زيادة رواتب العاملين والمتقاعدين، وتخفيض أسعار بيع الطحين للمخابز للمحافظة على أسعار الخبز، ودعم تعرفة الكهرباء للشريحة التي تستهلك (160) كيلو واط فأقل.

جدول رقم(5)

عجز الموازنة الجارية وأهم أسبابه (بالمليون دينار)

البيان	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إجمالي النفقات الجارية	2908	3118	3744	4473	4586	4747	5740	6203	6056	6714	6616
إجمالي الإيرادات المحلية	2562	3164	3628	4375	4188	4261	4199	4727	5120	6031	5910
عجز(-)الموازنة الجارية	-346	+46	-116	-98	-398	-486	-1541	1476-	-936	-683	-706
الرواتب والأجور	512	540	603	765	821	884	1014	1176	1266	1320	1345
الاعانات ودعم المواد التموينية والمحروقات	658	342	573	501	268	284	898	1076	453	424	320
دعم المؤسسات	49	83	24	104	74	199	231	200	120	285	190
فوائدالدين العام(الأساس النقدي)	207	266	321	378	392	398	430	583	736	926	915
مخصصات الجهاز العسكري	699	795	1129	1484	1645	1699	1798	1757	1779	1920	1997

المصدر: الحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة ونشرات مالية الحكومة العامة للأعوام2005 -2015

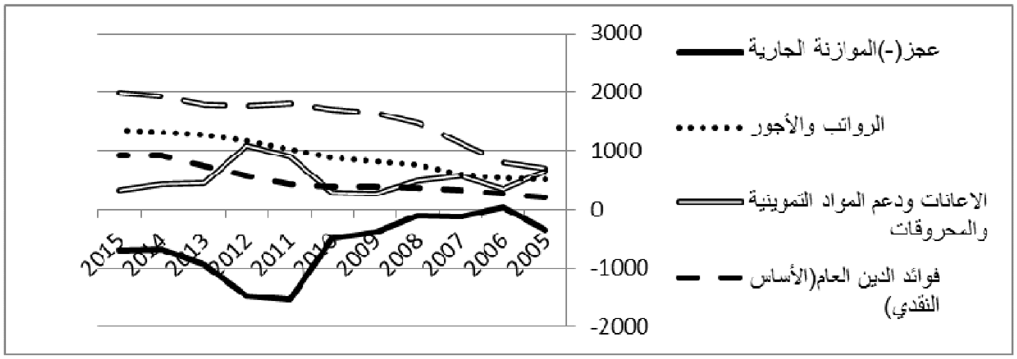
في عام 2007 ونتيجة ارتفاع نفقات دعم المواد التموينية ودعم المحروقات ومدفوعات فوائد القروض، فقد تحقق عجز في الموازنة الجارية بمبلغ(116) مليون دينار، ذلك أن النمو في النفقات الجارية كان أكبر من النمو في الإيرادات المحلية. وفي عام 2008 بلغ العجز في الموازنة الجارية (98) مليون دينار، ورغم ارتفاع نفقات الرواتب والأجور، ونفقات الجهاز العسكري، واستمرار سياسة دعم المواد التموينية والمحروقات والإعانات، إلا أن عجز الموازنة الجارية في عام2008 انخفض عمّا كان عليه في عام 2007 كنتيجة رئيسة لزيادة الإيرادات .

خلال عامي 2009 و2010 بلغ عجز الموازنة الجارية (398 ,486) مليون دينار على التوالي، كنتيجة لارتفاع النفقات الجارية أكثر من الارتفاع بالإيرادات ،إضافة لارتفاع مدفوعات فوائد الدين العام. خلال عامي 2011و 2012 وصل عجز الموازنة الجارية ما يقارب واحداً

ونصف مليار دينار كنتيجة رئيسة لتزايد نفقات دعم شركة الكهرباء الوطنية، نتيجة ارتفاع كلفة الوقود الثقيل والديزل المستخدم في توليد الكهرباء، نتيجة انقطاع الغاز المصري ذي الكلفة المتدنية، وارتفاع أسعار النفط عالميا، وتزايد مدفوعات فوائد الدين العام، نتيجة ارتفاع كلفة الاقتراض الداخلي الذي انتهجته الحكومة. يُضاف إلى ذلك تدفق اللاجئين السوريين واستمرار حالة عدم الاستقرار السياسي والأمني في الدول المجاورة كالعراق و سوريا، فقد زادت نفقات الأجور والرواتب في عام 2011 بمبلغ (130) مليون دينارنتيجة تلبية الحكومة مطالبات العمال والموظفين بتحسين الأوضاع المعيشية والاجتماعية لهم خلال الربيع العربي الذي عصف بالمنطقة العربية بدءا من أواخرالعام 2010، وسياسات الاسترضاء التي اتّبعتها الحكومة .

كما تجدر الإشارة أنه خلال عام2012 تم تنفيذ قرار الحكومة بإعادة هيكلة رواتب القطاع العام في جميع الوزارات والدوائر والمؤسسات الحكومية، بهدف تقليص الفجوة وتخفيضها بين رواتب و مزايا موظفي الدولة حسب نظام الخدمة المدنية، وذلك لإزالة التشوهات والفوارق الكبيرة، وبما يحقق مزيداً من العدالة والإصلاح الإداري والمالي في المملكة؛ مما أدى إلى زيادة نفقات الرواتب والأجور بمبلغ(163) مليون دينار لسنة2012 وحدها، دون الأخذ بعين الاعتبار التكلفة الإضافية لإعادة الهيكلة التي ترتب آثارها على موازنة الدولة لعام 2013 والأعوام اللاحقة، حيث تم تجزئة بعض التعديلات على سنوات لاحقة. إن هذه النفقات تتكرر سنويا علاوة على ما يتبعها من زيادات سنوية لاحقاً؛ مما أدى إلى زيادة العجز في الموازنة الجارية، وبالتالي مزيداً من الاقتراض لتغطيته. كما شهد العام 2012 بداية تدفق اللاجئين السوريين، وما شكله ذلك من ضغط على البنية التحتية، والحاجة لتقديم خدمات التعليم و الصحة والمياه والإغاثة لهؤلاء اللاجئين.

خلال الأعوام 2013-2015 انخفض عجز الموازنة الجارية مقارنة بعامي 2011 و2012 نتيجة رفع الدعم عن المحروقات، ولكنه بقي عند مستويات مرتفعة نتيجة استمرار تحمّل الأردن كلف مرتفعة لاستضافة اللاجئين، علاوة على ارتفاع نفقات الجهاز العسكري في ضوء الأوضاع غير المستقرة التي شهدتها المنطقة. يلاحظ أيضا أن مدفوعات فوائد الدين العام قد وصلت مستويات غير مسبوقة نتيجة استمرار الحكومة بالاقتراض الداخلي، وعجزها عن الحصول على كامل ما تحتاجه من قروض خارجية بطرق سهلة، وسنأتي لتحليل ذلك لاحقا.



الشكل رقم(4): عجز الموازنة الجارية وأهم مكوناته.

من الشكل أعلاه يلاحظ أن عجز الموازنة الجارية وصل مستويات مرتفعة في الأعوام 2011و2012، كما يلاحظ التزايد المستمر في نفقات الأجور والرواتب وفوائد الدين العام و مخصصات الجهاز العسكري، فيما تراجعت الإعانات ودعم السلع الأساسية والمحروقات بعد العام 2012.

2-4-3 تمويل النفقات الرأسمالية للاعوام 2005-2015

استمر الإنفاق على المشاريع الرأسمالية في الأردن بهدف تحسين البنية التحتية والخدمات المقدمة للمواطنين لتكون هذه البيئة مهيأة لجذب الاستثمارات. وقد تزامن التوسع بالإنفاق الرأسمالي مع وجود عجز في الموازنة الجارية الذي استعرضنا مسبباته في الجزء السابق . إن مصادر تمويل المشاريع الرأسمالية هو الاقتراض والمنح الخارجية، ومع تذبذب المنح وتخصيص جزء منها لدعم الخزينة، فإن اللجوء للاقتراض كان المصدر الرئيس لتمويل هذه المشاريع، وبالتالي يترتب على هذا الاقتراض تسديد أقساط و فوائد؛ مما يعني زيادة في عجز الموازنة العامة . ويبين الجدول رقم(6) تطور النفقات الرأسمالية للأعوام 2005-2015 :

جدول رقم (6)

تطور النفقات الرأسمالية للأعوام 2005-2015 (مليون دينار)

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
النفقات الرأسمالية	635	794	843	959	1445	961	1057	675	1021	1137	1098

المصدر: الحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة للأعوام2005-2015.

يلاحظ استمرار النمو في النفقات الرأسمالية خلال الأعوام 2005-2011 ، ثم تراجعت في العام 2012 بنسبة(36%). وفي الأعوام 2013-2015 تم تمويل جزء كبير من النفقات الرأسمالية من خلال المنحة الخليجية، وهذا أدى إلى زيادة هذه النفقات مقارنة بالعام 2012 . وبخصوص المنحة الخليجية التي قررها مجلس التعاون الخليجي والبالغة(3750)مليون دولار

مايعادل(2659) مليون دينار، فقد كانت موجهة لتمويل مشاريع بإشراف الدول المانحة، ولم تكن هذه المنحة تُموّل كامل قيمة المشاريع، وإنما تم استثناء بعض البنود من التغطية، الأمر الذي جعل من تمويل الفرق الذي لاتغطيه من الخزينة، وكون الخزينة بالأصل تعاني من عجز، فإن ذلك يعني أن مصدر التمويل لهذا الفرق كان من خلال الاقتراض، وبالتالي فإن هذه المنحة حمّلت الخزينة تكاليف اقتراض إضافية ، وحسب تقارير وزارة التخطيط والتعاون الدولي، فإن قيمة المشاريع المموّلة كانت على النحو المبين بالجدول رقم(7):

جدول رقم (7)

نفقات المشاريع الممولة من المنحة الخليجية (بالمليون دينار)

البيان/السنة	2013	2014	2015
نفقات مشاريع المنحة	472	693	501
قيمة المبالغ التي غطتها المنحة الخليجية	211	457	452
المبالغ التي تحمّلتها الخزينة	261	236	49

المصدر: تقارير التقدم بسير العمل بالمنحة الخليجية، الموقع الالكتروني /وزارة التخطيط والتعاون الدولي.

من الجدول أعلاه يتبين أن الخزينة العامة تحمّلت نفقات مجموعها(546) مليون دينار خلال الأعوام 2013-2015 نتيجة عدم تغطية المنحة الخليجية لكافة بنود المشاريع، وهذا يعني تحمّل الحكومة لنفقات اقتراض هذه الفروقات، ودفع مزيد من الأقساط والفوائد، كون الموازنة العامة تُعاني أصلا من عجز مزمن.

وتجدر الإشارة هنا أن توسع الحكومة بالاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة وتمويل نفقات المشاريع الرأسمالية كانت بموجب اقتراض قصير ومتوسط الأجل، في حين تُعتبر النفقات الرأسمالية استثمارات طويلة الأجل، وهذا شكّل ضغطا على الموازنة العامة نتيجة قصر مُدد الاقتراض قياسا بالسّمة الغالبة على المشاريع الرأسمالية، التي تعتبرمشاريع طويلة الأجل تتعلق في معظمها بالبنية التحتية وخدمات التعليم والصحة والمياه والطرق.

3-4-3 تحليل تطورالإيرادات العامة للأعوام 2005-2015

من أسباب عجز الموازنة هو تذبذب المنح الخارجية ، وعدم قدرة الإيرادات المحلية على النمو بالشكل الكافي لتغطية التوسع بالنفقات ،لذا اتسمت السياسة الضريبية بعدم المرونة. ونستعرض في هذا الجزء تحليلا لمكونات الإيرادات العامة وتطورها وأهميتها النسبية .

تتكون الإيرادات العامة بشكل رئيس من الإيرادات الضريبية و الإيرادات غير الضريبية والمنح الخارجية. والجدول رقم(8) يبين المكونات الرئيسة للإيرادات العامة ونسب النمو فيها:

جدول رقم(8)

مكونات الإيرادات العامة للأعوام 2005-2015 (بالمليون دينار)

البيان	الإيرادات المحلية				المنح الخارجية	نسبتها من إجمالي الإيرادات العامة	مجموع الإيرادات العامة	نسبة النمو بالإيرادات العامة
	إيرادات ضريبية	نسبتها من الإيرادات المحلية	إيرادات غير ضريبية	نسبتها من الإيرادات المحلية				
2005	1766	%69	796	%31	501	%16	3064	%9
2006	2134	%67	1030	%33	305	%9	3469	%13
2007	2472	%68	1156	%32	343	%9	3971	%15
2008	2758	%63	1618	%37	718	%14	5094	%19
2009	2880	%69	1308	%31	333	%7	4521	%5-
2010	2986	%70	1275	%30	402	%9	4663	%3
2011	3062	%73	1137	%27	1215	%22	5414	%16
2012	3351	%71	1376	%29	327	%6	5054	%7-
2013	3653	%71	1467	%29	639	%11	5759	%14
2014	4037	%67	1994	%33	1236	%17	7268	%26
2015	4096	%69	1814	%31	886	%13	6796	%7-

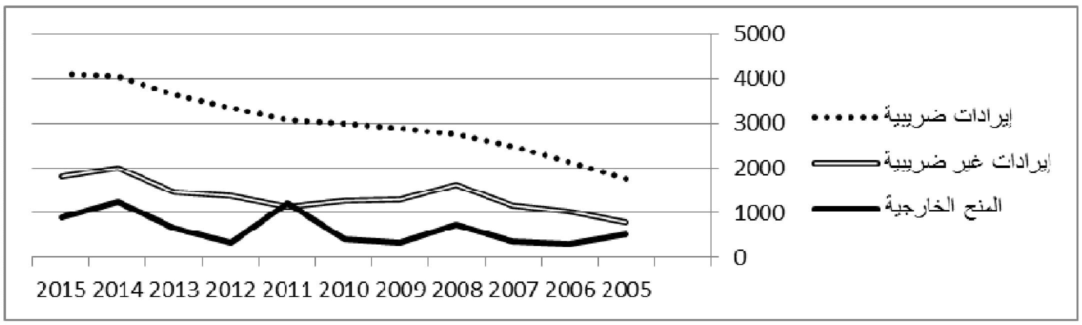
المصدر: نشرات مالية الحكومة العامة، وزارة المالية ، أعداد مختلفة.

بالنسبة للإيرادات الضريبية فهي تتكون من الضرائب على الدخل والأرباح والضرائب على المعاملات المالية (ضريبة بيع العقار)، والضرائب على السلع والخدمات، وهي بشكل أساسي ضريبة المبيعات، والضرائب على التجارة والمعاملات الدولية وتتمثل بشكل أساسي بضريبة الجمارك.

من الجدول رقم (8) السابق يتبين أن مساهمة الإيرادات الضريبية في الإيرادات المحلية وصلت في حدها الأقصى (73%) في عام 2011، وكان السبب الرئيس لذلك تراجع الإيرادات المحلية إجمالاً، نتيجة تراجع الإيرادات غير الضريبية في نفس العام من(1275) مليون دينار في عام 2010 إلى (1116) مليون دينار في عام 2011. وقد تراوحت مساهمة الإيرادات الضريبية قبل العام 2011 مابين(63%)و (70%) من إجمالي الإيرادات المحلية، أما بعد العام 2011 الذي

وصلت فيه المساهمة حدها الأقصى فقد أخذت هذه المساهمة بالتراجع؛ مما يؤشر إلى انخفاض في مرونة الضرائب وعدم قدرتها على النمو بمعدلات تقارب معدلات النمو في النفقات الأمر الذي انعكس على زيادة في عجز الموازنة.

والأمر كذلك بالنسبة للإيرادات غير الضريبية، والتي تتمثل بشكل أساسي من إيرادات بيع السلع والخدمات(تسجيل الأراضي وطوابع الواردات) وإيرادات دخل الملكية(فوائد القروض المستردة و الفوائض المالية)، فقد بلغ الحدّ الأقصى لمساهمتها(37%)في العام 2008، ونتج ذلك بشكل استثنائي نتيجة بيع أراض في العقبة مملوكة للخزينة العامة بمبلغ(354) مليون دينار، وكانت معدل مساهمتها في الإيرادات المحلية بحدود(30%).



الشكل رقم (5): المكونات الرئيسة للإيرادات العامة للأعوام 2005-2015.

أمّا المنح فقد تذبذبت بشكل كبير خلال الأعوام 2005-2015، وهذا انعكس على مساهمتها في الإيرادات الإجمالية. وحسب الشكل رقم(5) الذي يبين اتجاه مكونات الإيرادات العامة، فيلاحظ أن مساهمة المنح الخارجية كانت ترتفع في عام و تنخفض في العام الذي يليه؛ إذ إن هذه المنح ترتبط بالظروف الاقتصادية للدول المانحة ولاشتراطات سياسية أحيانا، فكانت مساهمة المنح أقل من (10%) من إجمالي الإيرادات العامة باستثناء الأعوام 2005 ,2008 ,2011 , 2013 ,2014 , 2015، التي بلغت فيها قيمة المنح(501 , 718 ,1215, 639 , 1236 , 886) مليون دينار على التوالي . وتجدر الإشارة أن من أسباب عجز الموازنة أنه خلال بعض السنوات السابقة كانت تُبنى تقديرات النفقات في قوانين الموازنة العامة على أساس حجم معين من المنح الخارجية المتوقع أن يحصل عليها الأردن، ولكن بسبب عدم الحصول الفعلي على هذه المنح خلال السنة المالية فقد خلق ذلك فجوة بين المنح المقدّرة والفعلية، ومع استمرار الإنفاق حسب المقدر له فإن ذلك ساهم في زيادة العجز الفعلي عن العجز المقدر، وبالتالي الحاجة لمزيد من الاقتراض لتغطية العجز الناتج عن نقص المنح الخارجية.

5-3 الانحراف بين عجز الموازنة المقدّر والفعلي للأعوام 2005-2015

يُعد التخطيط المالي عنصرا أساسيا في إدارة المالية العامة، فكلما زادت الدقة في تقدير الإيرادات و النفقات للسنة المالية، فإن ذلك سينعكس على دقة تقدير عجز الموازنة، وبالتالي تمكين صانعي القرار من التخطيط المُسبق لطُرق تمويل العجز و البحث عن مصادر تمويل مناسبة وذات كلفة ملائمة، إلا أنه إذا انحرفت التقديرات فإن هذا سيؤدي إلى مواجهة صعوبات في تمويل العجز، ذلك أن المكلفين بإدارة المالية العامة - وهُم في حالة الأردن كل من وزارة المالية ووزارة التخطيط والتعاون الدولي - سيجدون أنفسهم أمام تحديات تتعلق بكيفية تمويل عجز الموازنة خلال السنة المالية عند حدوث انحرافات كبيرة، نتيجة تزايد الإنفاق عن المخطط له أو تراجع الإيرادات عن المتوقع. فمعرفة المخطط وصانع القرار- ومنذ البداية - بحجم العجز المتوقع بدون وجود انحرافات، سيجعله أكثر قدرة على تدبُّر التمويل المناسب، أو اتخاذ إجراءات تحدّ من زيادة العجز، سواء بضبط وتقليص النفقات، أو زيادات الإيرادات أو كليهما معا.

المتتبع لحالة الأردن يجد أنه غالبا ما تكون هناك انحرافات كبيرة بين العجز المخطط له والعجز الفعلي، وهذا أدى إلى الاتجاه أحياناً إلى طرق غير ملائمة لتمويل هذا العجز. كما تكرر إصدار ملاحق لقوانين الموازنة العامة، وحسبما هومبين في الجدول رقم (9):

جدول رقم (9)

ملاحق قوانين الموازنة العامة(2005-2015) **(الأقرب مليون دينار)**

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الملاحق	1	1	2	2	1	2	1	1	-	-	-
قيمة الملاحق	383	590	578	575	305	510	584	807	-	-	-
نسبتها لإجمالي النفقات	%12	%15	%13	%11	%5	%9	%9	%12	-	-	-

المصدر:الحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة للأعوام (2005-2015).

يلاحظ استمرار إصدار ملاحق لقوانين الموازنة العامة للأعوام 2005-2012 نتيجة انخفاض الدقة في تقدير النفقات والإيرادات، أو ظهور التزامات ونفقات على الحكومة لم تكن مأخوذة بالحسبان خلال السنة المالية عند إعداد قانون الموازنة السنوي، وقد حدّت التعديلات الدستورية التي تمت في أواخر العام 2011 من إصدار مثل هذه الملاحق؛ مما جعل الحكومة تتمادى لاحقا في الاقتراض الداخلي من الجهاز المصرفي وصندوق استثمار أموال الضمان

الاجتماعي؛ الأمر الذي انعكس بصورة سلبية على هيكل التمويل وعلى تركيبة الدين العام، فأصبح جزء من تمويل المشاريع الرأسمالية التي تعتبر استثمارات طويلة الأجل،يتم من خلال اقتراض حكومي قصير ومتوسط الأجل، فشكل ذلك ضغطا إضافيا على عجز الموازنة، وتزايد عبء الدين العام (خدمته من الأقساط و الفوائد)، وتم تجاوز قانون الدين العام؛ فزادت نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي عن النسب المسموح بها في هذا القانون، وسنأتي على ذلك خلال الفصل الرابع.

الجدول رقم(10) يبين الانحرافات بين العجز المقدر حسب قوانين الموازنة العامة والعجز الفعلي وفقا للحساب الختامي لقانون الموازن العامة ونسبة الانحراف السنوية بينهما:

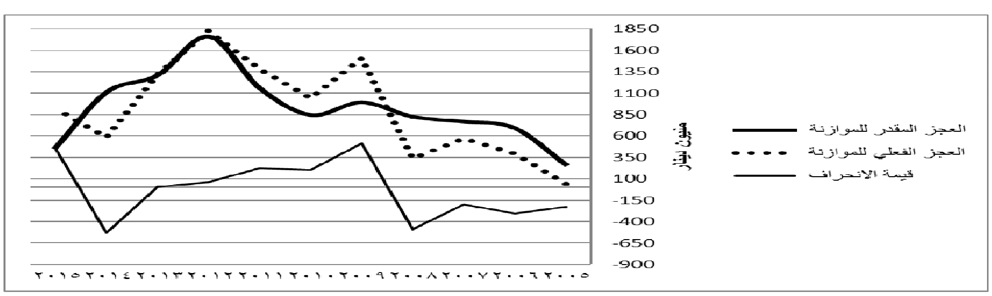
جدول رقم (10)

الانحراف بين العجز المقدر و الفعلي(2005-2015) **(لأقرب مليون دينار)**

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
العجز المقدر للموازنة	270	694	768	826	993	845	1160	1763	1310	1114	468
العجز الفعلي للموازنة	41	391	569	338	1510	1045	1383	1824	1318	583	926
قيمة الانحراف	-229	-303	-199	-488	+517	+200	+223	+61	+8	-531	+458
نسبة الانحراف (%)	-84	-44	-26	-59	+52	+24	+19	+3	+1	-48	+98

المصدر: الحسابات الختامية وقوانين الموازنة العامة للأعوام المالية (2005-2015)

ويتضح من هذا الجدول عدم وجود نمط مُحدّد للانحراف بين العجز المقدر والعجز الفعلي، فتارة يكون الانحراف سالباً (العجز الفعلي أقل من العجز المقدر)، وتارة يكون موجباً(العجز الفعلي أكثر من العجز المقدر)، فخلال الأعوام 2005-2008 كان العجز الفعلي أقل من العجز المقدر، وفي الأعوام 2009-2011 كان العجز الفعلي أعلى من المقدر، وفي عامي 2012و 2013 وصل العجز مستوى قياسي رغم أن العجز المقدر كان مقاربا للعجز الفعلي، وفي عام 2014 أصبح العجز الفعلي أقل من العجزالمقدر، ثم عاد و أصبح أكبر منه في عام 2015، كما أن قيمة هذا الانحراف تذبذبت من عام لآخر، وكما هو واضح من الشكل رقم (6) :



الشكل رقم (6): الانحراف بين العجز المقدر والعجز الفعلي 2005-2015.

إن الأسباب الرئيسة التي أدت إلى الإنحراف بين العجز الفعلي والعجز المقدر تعود إلى انخفاض مستوى الدقة في تقدير النفقات والإيرادات، وتكرر إصدار ملاحق لقوانين الموازنة العامة، ونستعرض فيما يلي تحليلاً للانحرافات في تقدير عجز الموازنة خلال الأعوام 2005-2015:

- في عام 2005 كان العجز المقدر(270) مليون دينار، إلا أنه نتيجة انخفاض النفقات الفعلية عن النفقات المقدرة، وزيادة الإيرادات الفعلية عن الإيرادات المقدرة؛ فقد انخفض العجز المقدر إلى (40) مليون دينار. وتجدر الإشارة أنه تم إصدار ملحق لقانون الموازنة في عام 2005 بقيمة(383) مليون دينار، إلا أن هذا الملحق لم يُصادق عليه من مجلس الأمّة، لذا لم يتم إدراجه في حساب نفقات السنة نتيجة لذلك، وبقيت هذه النفقات حتى الآن مسجّلة كسُلف على الجهات التي تم الإنفاق عليها، وتظهر في المركز النقدي للخزينة العامة نتيجة عدم إقرار ملحق الموازنة. ولو قُيدت هذه النفقات ضمن الحساب الختامي فإن العجز الفعلي سيرتفع إلى(423) مليون دينار وهو أعلى من العجز المقدر.

- انخفض العجز الفعلي عن المقدر في عام 2006 بنسبة (44%)، وذلك نتيجة انخفاض النفقات الفعلية عن المقدرة، فقد كانت النفقات المقدرة (3448.5) مليون دينارحسب قانون الموازنة لعام 2006، وتم إضافة ملحق موازنة بقيمة(590) مليون دينار لتصبح إجمالي النفقات المقدرة(4038.5) مليون دينار، إلا أن النفقات الفعلية بلغت(3860) مليون دينار، وهذا أدى إلى إنخفاض العجز الفعلي إلى (391) مليون دينار، في حين كان العجز المقدر(693.5) مليون دينار.

- شهد عامي 2007 و 2008 إصدار ملحقين لقانون الموازنة العامة في كل عام، فبلغت قيمة ملاحق قانون الموازنة العامة(578) مليون دينار في عام 2007 و(575) مليون دينار في عام 2008، ومع هذا بقي العجز الفعلي أقل من العجز المقدر في هذين العامين. ففي عام 2007 ورغم انخفاض إيرادات المنح الخارجية الفعلية عن المقدرة بمبلغ(231) مليون دينار، إلا أن النفقات الفعلية انخفضت عن المقدرة بمبلغ(302) مليون دينار، وزادت الإيرادات المحلية الفعلية عن المقدرة بمبلغ(109) مليون دينار، وهذا ساهم في انخفاض العجز الفعلي عن المقدر بمبلغ(199) مليون دينار. أمّا عام 2008 فقد انخفض العجز الفعلي عن المقدر بمبلغ(488) مليون دينار وبنسبة(59%)، وهذا ناتج بشكل أساسي عن انخفاض النفقات الفعلية عن المقدرة

بمبلغ(356) مليون دينار، وارتفاع المنح الخارجية الفعلية عن المقدرة بمبلغ(23) مليون دينار، وارتفاع الإيرادات المحلية الفعلية عن المقدرة بمبلغ(90) مليون دينار.

- خلال الأعوام 2009-2011 زاد العجز الفعلي عن العجز المقدر بنسبة (52% ,24% , 19%)على التوالي،وهذا نتج بشكل رئيس عن مايلي:

أ- إصدار ملاحق لقانون الموازنة ، حيث تم إصدار ملحق واحد في عام 2009 بقيمة (305) مليون مليون دينار ، وملحقين في عام 2010 بقيمة(510) مليون دينار، وملحق واحد عام 2011 بقيمة (578) مليون دينار.

ب- انحراف المنح الخارجية الفعلية عن المقدرة، فقد كانت المنح المقدرة (684) مليون دينارعام 2009، إلا أن المنح الفعلية بلغت(333) مليون دينار، وفي عام 2010 بلغت المنح المقدرة(430) مليون دينار، فيما بلغت الفعلية(402) مليون دينار، أما عام 2011 فقد زادت المنح الخارجية الفعلية عن المقدرة بمبلغ(191) مليون دينار.

ج- انخفاض الإيرادات المحلية الفعلية عن المقدرة، ففي عام 2009 انخفضت الإيرادات المحلية الفعلية عن المقدرة بمبلغ (595) مليون دينار، وفي عام 2010 كان الانخفاض(434) مليون دينار، وكان الانخفاض في النفقات الفعلية عن المقدرة (570) مليون دينار في عام 2011.

إن زيادة العجز الفعلي عن المقدر تعني مزيدا من الحاجة للاقتراض عن المخطط له، وهذا شكّل ضغطا على مديري الدين العام ومتخذي القرار الحكومي، نتيجة ضغط الحصول على القروض بأسرع وقت لتمويل العجز، الأمر الذي أدى إلى الاتجاه بشكل أكبر نحو الاقتراض الداخلي.

- في عام 2012 ورغم أن التعديلات الدستورية التي تمت في عام 2011 وضعت ضوابط شديدة على إصدار ملاحق لقانون الموازنة العامة، إلا أنه نتيجة أزمة الطاقة المتمثلة بانقطاع الغاز المصري، ولجوء شركة الكهرباء الوطنية إلى استخدام الوقود الثقيل والديزل في توليد الكهرباء، فقد زادت التكلفة، وخصوصا أن أسعار النفط عالميا كانت مرتفعة. وكون قطاع الكهرباء يعتبر من القطاعات المدعومة، فقد أدى ذلك إلى زيادة النفقات الحكومية، يُضاف إلى ذلك صدور قرار من الحكومة برفع الدعم عن المحروقات؛ مما أدى إلى إصدار ملحق لقانون الموازنة العامة بمبلغ(807) مليون دينار، ورغم أن إصدار ملحق الموازنة كان في أواخر الشهر العاشر من عام 2012، إلا أن العجز الفعلي زاد عن العجز المقدر بمبلغ(61) مليون

دينار، وكان مصدر التمويل الرئيس لهذا الملحق إصدار سندات يوروبوندز في السوق الدولي بكفالة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية.

- يعتبر عام 2013 أول عام لايتم فيه إصدار ملحق لقانون الموازنة العامة، ورغم أن النفقات الفعلية انخفضت عن النفقات المقدرة بمبلغ (379) مليون دينار، إلا أن الإيرادات المحلية الفعلية انخفضت عن المقدرة بمبلغ(176) مليون دينار، كما أن المنح الخارجية الفعلية انخفضت عن المقدرة بمبلغ(211) مليون دينار، وهذا أدى إلى زيادة العجز الفعلي عن المقدر بمبلغ(8) مليون .

- في عام 2014 كان العجز الفعلي أقل من العجز المقدربمبلغ(531)مليون دينار نتيجة انخفاض النفقات الفعلية عن المقدرة وارتفاع الإيرادات المحلية والمنح الفعلية، ويعود الأرتفاع في المنح إلى المنحة الخليجية، ومع هذا زادت مصادر تمويل العجز الفعلية عن المقدرة بمبلغ(1230)مليون دينار؛ مما أدى إلى تحقيق وفر بعد التمويل.أمّا في عام 2015 فقد كان العجز الفعلي أعلى من المقدر بمبلغ(458)مليون دينار، ويرجع ذلك بشكل رئيس إلى انخفاض الإيرادات المحلية الفعلية عن المقدرة بمبلغ (370)مليون دينار، وانخفاض المنح الفعلية عن المقدرة بمبلغ (242) مليون دينار.

نستخلص من التحليل أعلاه أن التخطيط المالي غير الدقيق ساهم في خلق صعوبات في تمويل عجز الموازنة، علاوة على أن ذلك أدى إلى زيادة الإصدارات من الدين العام الداخلي بمبالغ أكثر من المخطط لها؛ مما انعكس على تحقيق وفر بعد التمويل في بعض الأعوام، ووفق ماهو مبين في الجداول الخاصة بموازنة التمويل في الفصل الرابع، وهذا الوفر لا يعتبر إيجابيا، حيث أن الاقتراض بأكثر من الحاجة يؤدي إلى تحميل الخزينة العامة مزيداً من الفوائد على الاقتراض الزائد عن الحاجة، ومزيداً من الأقساط أيضاً، وبالتالي ضغطا إضافيا على الموارد المالية، ومزيداً من العجز مستقبلا يرافقه صعوبة في تمويل العجز.

الفصل الرابع

الاقتراض وتمويل عجز الموازنة العامة في الأردن

للأعوام (2005-2015)

1-4 تمهيد

إن مشكلة الاقتراض لم تكن في فترات سابقة بنفس درجة الصعوبة التي كانت عليها خلال السنوات الخمس الماضية، فحاجة الحكومة للاقتراض لم تكن مُقتصرة فقط على تمويل عجز الموازنة، وإنما أيضاً اقترضت لتسديد أقساط وفوائد القروض، ولتمويل مشاريع رأسمالية مرتبطة بالبنية التحتية، وهذا بحد ذاته زاد من الحاجة للاقتراض، فشكّلت صعوبات إضافية للمالية العامة في الأردن.

إن تزايد الطلب الحكومي على الاقتراض الداخلي أدى إلى ارتفاع في معدلات الفائدة على أدوات الدين العام، وبالتالي زيادة عبء الدين وخدمته من الفوائد والأقساط، وفي مرحلة أدى هذا إلى تخفيض التصنيف الائتماني للأردن. وبالتالي الحدّ من قدرته على الاقتراض من الأسواق الدولية بمعدل فائدة منخفض؛ مما اضطره لطلب كفالة الحكومة الأمريكية على سندات اليورو (Eurobonds)، التي أصدرها في الأسواق الدولية خلال الأعوام 2012-2015.

فالتصنيف يعتمد على مدى قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها وسدادها للديون والفوائد، وهذا مرتبط بعدة عوامل منها: مستوى وحجم الاقتراض الحكومي، ونسبته للناتج المحلي الإجمالي، واحتمالات نمو الاقتصاد المحلي، ونسبة عبء الدين للناتج المحلي الإجمالي، ومدى ثقة المستثمرين بالدولة، وآجال واستحقاقات الدين العام.

وعلى صعيد الآثار المتوقعة لتوسع الحكومة في الاقتراض الداخلي، فإنه قد يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص على السيولة في البنوك، وخصوصا أنه لا يوجد سوق ثانوي للأوراق المالية الحكومية، وإنما يتم شراء معظم الإصدارات من قبل البنوك المحلية من خلال طرحها بالمزاد من قبل البنك المركزي. وهذا قد يؤدي إلى أثر المزاحمة (Crowding out Effect)، علاوة على أن ذلك سيُشكل ضغطا على الموازنة العامة من خلال زيادة خدمة هذا الدين من الأقساط والفوائد.

أما التوسع بالاقتراض الخارجي وإن كان يخفف الضغط على المدخرات المحلية، ويساهم في دعم ميزان المدفوعات، إلا أن له آثار سلبية تتمثل في مدى القدرة على خدمة هذا الدين من الأقساط والفوائد، ومخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

2-4 موازنة التمويل للأعوام (2005-2015)

موازنة التمويل هي بيان بالأموال المقترضة خارجيا وداخليا والمخصصة لتغطية عجز الموازنة وتسديد أقساط القروض التي تستحق خلال العام المالي. ويبين الجدول رقم (11) موازنة التمويل في الأردن للأعوام 2005-2015، حيث تتكون موازنة التمويل من طرفين، وحسب ما يلي:

- مصادر التمويل: وهي القروض الداخلية، والقروض الخارجية لتمويل المشاريع الإنمائية، وقروض مؤسسات دولية لدعم الموازنة، وإصدار السندات الدولية(يوروبوندز)، وعوائد التخاصية.
- الاستخدامات: وتتكون من؛ تمويل عجز الموازنة وتسديد أقساط القروض الخارجية وإطفاءات الدين الداخلي (أقساط القروض الداخلية).

جدول رقم (11)
موازنة التمويل للأعوام 2005-2015 (لأقرب مليون دينار)

البيان		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
مصادر التمويل	قروض خارجية لتمويل مشاريع إنمائية ودعم الموازنة	93	118	84	74	426	729	146	738	1513	1435	944
	إصدار سندات يورو	0	0	0	0	0	0	0	0	886	0	1563
	عائدات التخاصية	0	0	0	1114	0	0	0	0	0	0	0
	قروض داخلية	461	500	693	2881	4413	4414	4197	5613	4840	5935	3600
	مجموع مصادر التمويل	554	618	777	4069	4839	5143	4343	6351	7239	7370	6107
الاستخدامات	تمويل عجز الموازنة	41	391	569	338	1510	1045	1383	1824	1318	583	927
	تسديد أقساط القروض الخارجية	277	281	296	297	273	324	376	414	374	602	550
	تسديد(إطفاء) أقساط القروض الداخلية	107	27	0	1650	3084	3809	2782	3797	3613	4332	3687
	شراء ديون نادي باريس	0	0	0	1518	0	0	0	0	0	0	0
	إطفاء سندات يورو	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	532
	إطفاء سندات دين بنك مركزي- تخفيض جزء من عجز متراكم	0	0	0	0	0	80	80	80	80	80	80
	مجموع الاستخدامات	425	699	865	3803	4867	5258	4621	6115	5385	5597	5776
العجز(-) أو اوالوفر بعد التمويل		129	-81	-88	266	-28	-115	-278	236	1853	1773	331
العجز/ الوفر المتراكم		-1048	-1129	-1217	-952	-980	-375	-652	-416	1437	3210	3542

المصدر: الحسابات الختامية للموازنة العامة للسنوات المالية (2005-2015).

إن زيادة العجز تعني الحاجة لمزيد من التمويل، وبعد التمويل يصبح مستقبلا هناك استحقاق للدين واجب الدفع في موعده كأقساط وفوائد. وفي حال لم تكن الإيرادات كافية لتسديد هذه الديون في

مواعيدها فإن هذا يعني اقتراض جديد، وبحجم أكبر يستخدم لتسديد العجز، وأقساط وفوائد الدين المستحق، وتمويل مشاريع رأسمالية، فيصبح الدين العام ككرة الثلج المتدحرجة(Snowballing) تكبر بشكل متسارع مع مرور الزمن، وهذا ما انطبق على حالة الأردن خصوصا في الأعوام الخمسة الماضية.

ولغايات التحليل، فقد تم تقسيم فترة الدراسة إلى أربع مراحل وفقا للتطورات الاقتصادية والمالية والسياسية التي مر بها الأردن خلال الأعوام(2005-2015) وحسب الآتي:

1-2-4 موازنة التمويل للأعوام 2005-2007

شهدت الأعوام 2005-2007 مستويات منخفضة من عجز الموازنة العامة ومن مصادر التمويل. هذه الفترة تمثل المرحلة التي أعقبت نجاح الأردن ببرامج التصحيح والإصلاح الاقتصادي والمالي التي امتدت منذ الأزمة الاقتصادية والمالية المحلية التي حدثت في العام 1989. والجدول رقم (12) يبين موازنة التمويل للأعوام 2005-2007 :

جدول رقم(12)

موازنة التمويل للأعوام 2005-2007 (بالمليون دينار)

البيان		2005	2006	2007
مصادر التمويل	قروض خارجية لتمويل مشاريع إنمائية ودعم الموازنة	93	118	84
	إصدار سندات يورو	0	0	0
	عائدات التخاصية	0	0	0
	قروض داخلية	461	500	693
	مجموع مصادر التمويل	554	618	777
الاستخدامات	تمويل عجز الموازنة	41	391	569
	تسديد أقساط القروض الخارجية	277	281	296
	تسديد(إطفاء) أقساط القروض الداخلية	107	27	0
	مجموع الاستخدامات	425	699	865
العجز(-) أو الوفر بعد التمويل		129	-81	-88
العجز/ الوفر المتراكم		-1048	-1129	-1217

المصدر: الحسابات الختامية للأعوام 2005-2007.

ففي عام 2005 تم اقتراض مبلغ (554) مليون دينار استخدم منه (41) مليون دينار لتغطية عجز الموازنة، و(384) مليون دينار لتسديد أقساط القروض المستحقة، ونتج وفر بعد التمويل بمبلغ(129) مليون دينار، تم بها تخفيض جزء من العجز المتراكم، حيث كانت مصادر

التمويل(93) مليون دينار قروض خارجية و(461) مليون دينار قروض داخلية، فيما بلغت أقساط القروض الخارجية التي تم تسديدها(277) مليون دينار، والأقساط الداخلية التي سُددت(107) مليون دينار.

وفي عامي 2006 و2007 ، ونتيجة زيادة العجز بنسبة (854%) في عام 2006، وبنسبة (46%) في عام 2007 ليصل إلى (391) مليون دينار، و(569) مليون دينار على التوالي، بسبب ارتفاع نفقات الجهازين المدني والعسكري، والنفقات الرأسمالية. فقد تم اقتراض (618) مليون دينار في عام2006 ، و(777) مليون دينارعام 2007، لتغطية هذا العجز وتسديد أقساط القروض المستحقة. وقد بلغ العجز بعد التمويل(81) مليون دينار، و(88) مليون دينار على التوالي؛ مما أدى إلى زيادة العجز المتراكم ليصل إلى (1129) مليون دينار. وقد كانت مصادر التمويل خلال هذين العامين(118, 84) مليون دينار كقروض خارجية، و(500, 693) مليون دينار كقروض داخلية على التوالي .

2-2-4 موازنة التمويل للأعوام 2008-2010

خلال الأعوام 2008-2010 قفزت مصادر التمويل إلى مستويات غير مسبوقة من قبل. وهذه الأعوام تمثل فترة الذروة للأزمة المالية العالمية، وارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، وتسديد ديون نادي باريس على الحكومة، وحسبما هو مبين بالجدول رقم(13).

ففي عام 2008، ورغم أن المنح الخارجية ارتفعت عن العام السابق بمبلغ (375) مليون دينار، وزادت الإيرادات المحلية بمبلغ (750) مليون دينار، وانخفض العجز إلى (338) مليون دينار. فقد بلغ مجموع مصادر التمويل (4069) مليون دينار، منها:(2881) مليون دينار قروض داخلية بزيادة تبلغ 2188 مليون دينار عمّا كانت عليه في عام 2007، و بنسبة نمو بلغت 316%. استخدم منها مبلغ 1650 مليون دينار لإطفاء إصدارات الدين الداخلي، التي استحقت خلال عام 2008، وتسديد عجز الموازنة بمبلغ 338 مليون دينار. وقد تولّد فائض بعد التمويل بلغ 266 مليون دينار؛ مما حمّل الخزينة فوائد إضافية و متكررة سنويا نتيجة هذا التوسع في الاقتراض الداخلي.

إن السبب الرئيس لارتفاع أقساط القروض الداخلية، التي تم تسديدها في عام 2008، يعود إلى قيام الحكومة في عام 2007 بإصدار أذونات خزينة لمُدد استحقاق سنة فأقل، وبقيمة (800)مليون دينار، مقابل إصدار سندات خزينة لمدة استحقاق تزيد عن سنة، بقيمة(543)مليون دينار؛ مما جعل الأقساط التي تستحق خلال السنة اللاحقة ترتفع بشكل كبير عمّا كانت عليه في

عام 2007. وفي عام 2008 أيضا قامت الحكومة باستخدام مبلغ 1114 مليون دينار من عوائد التخاصية لشراء ديون نادي باريس غير المُيسرة، والتي خضعت لاتفاقيات إعادة جدولة سابقا، بلغت قيمتها الاسمية 2369 مليون دولار، وبسعر خصم 11%، أي ما يعادل 260 مليون دولار، مما خفّض من الأقساط والفوائد المستحقة لأربعة عشر سنة قادمة من تاريخ الشراء، وبمعدل سنوي 172 مليون دينار أقساط، و65 مليون دولار فوائد، وقد بلغ قيمة المبلغ المسدد لهذه الاتفاقية 1518 مليون دينار . نتيجة لذلك، فقد كان عام 2008 بداية الانقلاب و التغير في تركيبة الدين العام، حيث أصبح رصيد القروض الداخلية أكبر من رصيد القروض الخارجية .

جدول رقم(13)

موازنة التمويل للأعوام 2008-2010 (بالمليون دينار)

البيان		2008	2009	2010
مصادر التمويل	قروض خارجية لتمويل مشاريع إنمائية ودعم الموازنة	74	426	197
	إصدار سندات يورو	0	0	532
	عائدات التخاصية	1114	0	0
	قروض داخلية	2881	4413	4414
	مجموع مصادر التمويل	4069	4839	5143
الاستخدامات	تمويل عجز الموازنة	338	1510	1045
	تسديد أقساط القروض الخارجية	297	273	324
	تسديد(إطفاء) أقساط القروض الداخلية	1650	3084	3809
	شراء ديون نادي باريس	1518	0	0
	إطفاء سندات دين بنك مركزي-تخفيض جزء من عجز متراكم	0	0	80
	مجموع الاستخدامات	3803	4867	5258
العجز(-) أو الوفر بعد التمويل		266	-28	-115
العجز/ الوفر المتراكم		-952	-980	-375

المصدر: الحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة للأعوام 2008-2010.

وفي عام 2009 ارتفعت مصادر التمويل إلى(4839) مليون دينار، بزيادة بلغت (770) مليون دينار عن عام 2008، وبنسبة نمو(19%)، حيث بلغت القروض الداخلية(4413) مليون دينار، استخدم منها مبلغ(3084) مليون لتسديد أقساط قروض داخلية استحقت في عام 2009. كما بلغت القروض الخارجية (426) مليون دينار لدعم الخزينة، وتمويل مشاريع رأسمالية، وقد بلغت أقساط القروض الخارجية المسددة(273) مليون دينار. وقد استخدم المتبقي من مصادر التمويل في تسديد العجزالبالغ(1510)مليون دينار، والذي نجم عن تراجع الإيرادات المحلية والمنح بمبلغ(568) مليون دينار، نتيجة الأزمة المالية العالمية، التي ضربت أمريكا و أوروبا مع

نهاية عام 2007، واستمرت تداعياتها لما بعد العام 2010، كما نتج العجز عن ارتفاع نفقات الجهاز العسكري بمبلغ(161) مليون دينار، وزيادة النفقات الرأسمالية بمبلغ(486) مليون دينار.

لغايات تسديد عجز متراكم على حساب الخزينة لدى البنك المركزي، فقد تم في عام 2010 إصدار سندات دين بمبلغ 800 مليون دينار، تُسدد على أقساط متساوية لمدة عشر سنوات، بواقع 80 مليون دينار سنويا. وقد بلغ مجموع مصادر التمويل خلال هذا العام (5143) مليون دينار، استخدم منها(3809) مليون دينار لتسديد أقساط قروض داخلية، فيما بلغت القروض الخارجية(729) مليون دينار، منها (532) مليون دينار تمثل سندات يورو بوندز، أصدرت في عام 2010 بمبلغ(750) مليون دولار لتمويل عجز الموازنة، حيث بلغ العجز(1045) مليون دينار، والذي تراجع عمّا كان عليه في عام 2009.

إن الأعوام 2008-2010 تمثل البداية التي أصبحت فيها الإصدارات من الدين العام ككرة الثلج المتدحرجة، فأخذت تكبر، وهذا انعكس على ارتفاع مستمر في أرصدة الدين العام وخدمته من الأقساط والفوائد، وكما سيأتي لاحقا عند تحليل بعض جوانب الدين العام.

3-2-4 موازنة التمويل للأعوام 2011-2013

هذه الفترة تمثل الذروة التي تزامنت معها العديد من الظروف الداخلية والخارجية، وكان لها العديد من الآثار السلبية سواء على المجتمع أو الاقتصاد الأردني، كما هو الحال على عجز الموازنة العامة. ويمكن إيجاز هذه الظروف والمتغيرات الإقليمية والعالمية بمايلي :

- بقيت ارتدادات الأزمة المالية العالمية، وارتفاع سعر النفط عالميا، ومالها من تأثيرات سلبية على النفقات العامة، نتيجة سياسات الدعم التي كانت تتبناها الحكومة وأثرها على ارتفاع النفقات.
- شهد العام 2011 توسع نطاق ماسُمي بالربيع العربي، واستمرارالاضطرابات التي شهدتها الدول العربية في سوريا و مصر واليمن و تونس وليبيا، واستمرار الأوضاع غير المستقرة في العراق بعد احتلاله، وارتداداتها على الأردن الذي نالت منه لفترة، وخصوصا المطالبات الشعبية بتعديل الأوضاع المعيشية، وزيادة الرواتب، حيث تبنت الحكومة أسلوبا حضاريا ومدنيا في تلبية جزء كبير من هذه المطالبات، التي عُرفت كسياسات استرضائية.
- الانقطاع المتكررللغاز المصري في العام 2011، وانقطاعه نهائيا في العام 2013 وما بعده، حيث رفع من كلفة توليد الكهرباء، حيث أصبح يتم توليدها من الديزل والوقود الثقيل ذي الكلفة المرتفعة جدا في ذلك الوقت، الذي شهد زيادة سعر برميل النفط عن (100) دولار.

- بداية أزمة اللاجئين السوريين في العام 2012، وما شكله من ضغط على الخدمات كالطاقة والتعليم والصحة والمياه و جهود الإغاثة .
- إعادة هيكلة رواتب القطاع العام وأثره على زيادة النفقات حسبما تم شرحه في الفصل السابق.
- ازدياد خدمة الدّين العام من الأقساط والفوائد نتيجة حجم الإصدارات من أذونات وسندات الخزينة في الأعوام السابقة.

كل هذه الأسباب وتزامن معظمها في آن واحد أدت إلى تنامي النفقات، فوصل عجز الموازنة العامة خلال هذه الأعوام إلى مستويات قياسية غير مسبوقة بلغت (1383 ,1824 , 1318) مليون دينار على التوالي . فانعكس ذلك على موازنة التمويل،وحسب ما هو وارد في الجدول التالي رقم(14):

جدول رقم (14)

موازنة التمويل للأعوام 2011-2013 (بالمليون دينار)

البيـــــــــان		2011	2012	2013
مصادر التمويل	قروض خارجية لتمويل مشاريع إنمائية ودعم الموازنة	146	738	1513
	إصدار سندات يورو	0	0	886
	قروض داخلية	4197	5613	4840
	مجموع مصادر التمويل	4343	6351	7239
الاستخدامات	تمويل عجز الموازنة	1383	1824	1318
	تسديد أقساط القروض الخارجية	376	414	374
	تسديد(إطفاء) أقساط القروض الداخلية	2782	3797	3613
	إطفاء سندات دين بنك مركزي-تخفيض جزء من عجز متراكم	80	80	80
	مجموع الاستخدامات	4621	6115	5385
العجز(-) أو الوفر بعد التمويل		-278	236	1853
العجز/ الوفر المتراكم		-652	-416	1437

المصدر: الحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة للأعوام (2011-2013).

حيث بلغت مجموع مصادر التمويل (4343, 6351, 7239) مليون دينارللأعوام 2011-2013 على التوالي، وكالتالي:

- بلغت القروض الداخلية (4197 , 5613 , 4840) مليون دينار للأعوام 2011-2013 على التوالي، و بلغت التسديدات(الإطفاء) للأقساط الداخلية المستحقة (2782, 3797, 3613) مليون دينار .
- بلغت القروض الخارجية (146, 738, 1513) مليون دينار، حيث لجأت الحكومة في عام 2012 و 2013 إلى إصدار سندات يورو بوندز في الأسواق الدولية، وبكفالة الولايات

المتحدة الأمريكية، نظرا لصعوبة الحصول على تمويل بعد انخفاض التصنيف الائتماني للأردن من قبل مؤسسات التصنيف العالمية، الذي يعني كلف مرتفعة جدا للاقتراض من الأسواق الدولية.

4-2-4 موازنة التمويل للأعوام 2014-2015

شهد هذان العامان استمرار تداعيات الأزمة المالية العالمية، وأزمة اللجوء السوري، ودخول الأردن في التحالف الدولي لمكافحة الإرهاب، ويبين الجدول التالي رقم(15) موازنة التمويل للأعوام 2014-2015:

جدول رقم (15)

موازنة التمويل للأعوام 2014-2015 (بالمليون دينار)

البيـــان		2014	2015
مصادر التمويل	قروض خارجية لتمويل مشاريع إنمائية ودعم الموازنة	1435	944
	إصدار سندات يورو	0	1563
	عائدات التخاصية	0	0
	قروض داخلية	5935	3600
	مجموع مصادر التمويل	7370	6107
الاستخدامات	تمويل عجز الموازنة	583	927
	تسديد أقساط القروض الخارجية	602	550
	تسديد(إطفاء) أقساط القروض الداخلية	4332	3687
	شراء ديون نادي باريس	0	0
	إطفاء سندات يورو	0	532
	إطفاء سندات دين بنك مركزي-تخفيض جزء من عجز متراكم	80	80
	مجموع الاستخدامات	5597	5776
العجز(-) أو الوفر بعد التمويل		1773	331
العجز/ الوفر المتراكم		3210	3542

المصدر: الحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة للأعوام 2014-2015.

ويتبين أنه رغم انخفاض عجز الموازنة العامة في عام 2014 إلى (583) مليون دينار، كنتيجة رئيسة لارتفاع المنح الخارجية بمبلغ (1236) مليون دينار، التي تركزت بالمنحة الخليجية. إلا أن مصادر التمويل ارتفعت لتبلغ(7370) مليون دينار، منها (5935) مليون دينار قروض داخلية، استخدم منها(4332) مليون دينار لتسديد أقساط قروض داخلية ناتجة عن ضخامة إصدارات الدين العام الداخلي خلال الأعوام السابقة. كما تم الحصول على قروض خارجية لدعم

الموازنة بقيمة بقيمة (1435) مليون دينار، من ضمنها إصدار سندات يورو بوندز في الأسواق العالمية بقيمة(710) مليون دينار.

في عام 2015 ونظرا لارتفاع أعباء الدين الداخلي، وبهدف الحدّ من التوسّع بهذا الجانب من القروض، فقد لجأت الحكومة إلى إصدار سندات يورو في الأسواق العالمية بقيمة(1563) مليون دينار؛ مما خفض من إصدارات الدين العام الداخلي خلال عام 2015 إلى 3600 مليون دينار مقارنة مع 5935 مليون دينار في عام 2014، وخلال نفس العام تم سداد 532 مليون دينار من سندات اليورو، التي كانت أصدرت بقيمة 886 مليون دينار في عام 2013.

يلاحظ أن التوسع بالاقتراض بأكبر من الحاجة الفعلية قد أدى إلى تحقيق فائض بعد التمويل خلال الأعوام 2012-2015 بمبلغ (331,1773,1853,236) مليون دينارعلى التوالي، كما أن العجز المتراكم تحول إلى فائض متراكم في الأعوام 2013 -2015، وهذا بطبيعة الحال يحمّل الخزينة أعباء إضافية نتيجة الفوائد التي ستتحقق على هذا الاقتراض.

وبشكل عام فإن موازنة التمويل أظهرت أن تمويل العجز في الموازنة العامة من خلال التوسع بالاقتراض يكون له آثار سلبية في الأعوام اللاحقة. فالاقتراض له كُلف واستحقاقات يجب الوفاء بها؛ مما اضطر الحكومة للاقتراض بشكل متكرر ومتصاعد لتمويل العجز وتسديد الأقساط وتسديد الفوائد وتمويل مشاريع رأسمالية؛ مما شكل ضغطا تصاعدياً على الحكومة، وبالتالي الحدّ من قدرتها على تنفيذ برامج ومشاريع وتخفيض قدرتها في تحقيق الرفاه المنشود للمجتمع.

3-4 تطور رصيد الدين العام للأعوام 2005-2015

استمر إجمالي رصيد الدين العام بالتزايد للفترة من 2005 إلى عام 2015 ليصل إلى (24877) مليون دينار، حيث بلغت الزيادة خلال هذه الفترة (17352) مليون دينار، أي أنه ارتفع بما يزيد عن ثلاثة أضعاف ما كان عليه عام ،2005 والجدول رقم(16) يبين تطور رصيد الدين العام للسنوات 2005 -2015.

ففي عام 2005 بلغ رصيد الدين الخارجي (5057) مليون دينار، وشكل ما نسبته (56.5%) من الناتج المحلي الإجمالي، فيما بلغ صافي رصيد الدين العام الداخلي (2437) مليون دينار وشكل ما نسبته (22.5%) من الناتج المحلي الإجمالي. وفي عام 2006 ارتفع إجمالي الدين الداخلي بمبلغ (494)مليون دينار، وبنسبة(20%)، كما ارتفع إجمالي الدين العام الخارجي بمبلغ(130) مليون دينار، وبنسبة(2%). وجاء الارتفاع نتيجة تغير أسعار صرف العملات الأجنبية بالنسبة للدولار الأمريكي، ورغم أن إجمالي الدين العام الداخلي و الخارجي قد ارتفع، إلا

أن صافي الدين العام قد انخفض بمبلغ(143) مليون دينار، وهذا ناتج عن ارتفاع الودائع الحكومية بمبلغ(767) مليون دينار في عام 2006 مقارنة بعام2005.

جدول رقم (16)

بيانات الدين العام الداخلي والخارجي /الحكومة المركزية (موازنة) ومؤسسات عامة (مكفول) (لأقرب مليون دينار)

البيان / السنة		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الدين العام الداخلي	حكومة مركزية (موازنة) (أ)	2316	2830	3522	5524	6771	7412	8694	10422	11556	13074	12935
	مؤسسات عامة مستقلة (بكفالة الحكومة) (ب)	152	132	173	230	315	568	1302	2256	1883	1548	2551
	مجموع الدين العام الداخلي ج= (أ+ب)	**2468**	**2962**	**3695**	**5754**	**7086**	**7980**	**9996**	**12678**	**13440**	**14622**	**15486**
ودائع لدى بنوك	ودائع حكومية (موازنة) (د)	(202)	351	520	613	923	836	812	780	1366	1878	1814
	ودائع مؤسسات عامة (هـ)	233	447	229	230	371	293	270	249	211	218	215
	مجموع الودائع و=(د+هـ)	**31**	**798**	**749**	**843**	**1294**	**1129**	**1082**	**1029**	**1577**	**2096**	**2029**
صافي الدين الداخلي (دين مطروحاً منه ودائع) ز=(ج) – (و)		**2437**	**2164**	**2946**	**4911**	**5792**	**6852**	**8915**	**11648**	**11862**	**12525**	**13457**
الدين العام الخارجي	دين حكومة مركزية (موازنة) (ح)	4820	4923	4965	3337	3547	4103	3972	4256	6479	7257	8671
	دين مؤسسات عامة مستقلة (بكفالة الحكومة) (ط)	237	264	288	304	323	508	515	676	756	773	720
	مجموع الدين العام الخارجي ي = (ح +ط)	**5057**	**5187**	**5253**	**3641**	**3869**	**4611**	**4487**	**4932**	**7235**	**8030**	**9391**
إجمالي الدين العام		**7525**	**8148**	**8948**	**9395**	**10955**	**12591**	**14483**	**17610**	**20675**	**22652**	**24877**
صافي الدين العام (بعد طرح الودائع)		**7494**	**7350**	**8199**	**8552**	**9661**	**11462**	**13401**	**16581**	**19098**	**20556**	**22848**

المصدر: نشرة الدين العام ونشرة مالية الحكومة العامة , أعداد مختلفة.

ارتفع صافي الدين العام في عام 2007 بمبلغ(849) مليون دينار، مقارنة بعام2006، حيث زاد الدين الداخلي قبل طرح الودائع بمبلغ(733) مليون دينار، وانخفضت الودائع بمبلغ(49) مليون دينار، نتيجة انخفاض ودائع المؤسسات المكفولة، فيما ارتفع الدين الخارجي بمبلغ(66) مليون دينار.

نتيجة إعادة شراء ديون نادي باريس (شراء مبكر) من عوائد التخاصية خلال عام 2008، حيث قامت الحكومة بدفع مبلغ(2109) مليون دولار، مقابل شطب مبلغ (2369) مليون دولار بسعر خصم (11%). وحسب نشرة الدين العام للربع الرابع من عام 2008، فإن هذه العملية وفرت على الخزينة (260) مليون دولار، من أصل الدين، وتخفيض خدمة الدين من الأقساط والفوائد المستحقة خلال الأربعة عشر سنة التالية، بمعدل سنوي(172) مليون دولار أقساط،

وحوالي(65) مليون دولار فوائد، وهذا ساهم في تخفيض رصيد الدين الخارجي. وفي نفس العام 2008، تم إصدار سندات لأمر البنك المركزي بقيمة (800) مليون دينار لتغطية عجز متراكم في الخزينة (حساب الخزينة المكشوف لدى البنك المركزي)، وإصدار سندات دين داخلي لتمويل عجز الموازنة، علماً أن الزيادة في رصيد الدين العام الداخلي للحكومة المركزية خلال عام 2008 بلغت (2059) مليون دينار. وبالتالي فإن ما حدث هو استبدال عملية شراء جزء من ديون نادي باريس (ديون خارجية) بديون داخلية من خلال زيادة رصيد الدين الداخلي، وما تعنيه هذه العملية من دفع فوائد على أدوات الدين الداخلي، نظراً لأنه وبشكل متكرر يتم إعادة إصدار أذونات وسندات لإطفاء مايستحق منها، ودفع فوائد عليها ، حيث بدأت خدمة الدين الداخلي من الأقساط والفوائد تتزايد بوتيرة كبيرة خلال الأعوام اللاحقة.

في عام 2009 زاد صافي رصيد الدين العام بمبلغ(1109) مليون دينار، وبنسبة نمو (13%)، وقد بلغت الزيادة في الدين الداخلي خلال هذا العام(1332) مليون دينار، وبنسبة نمو (23%).

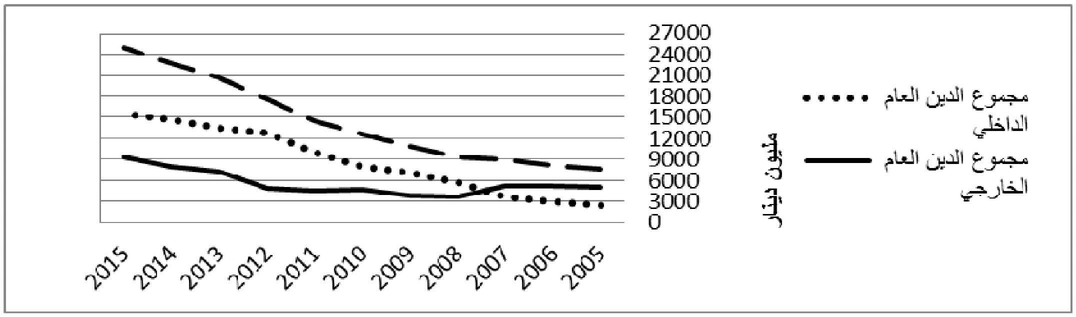
يعود السبب الرئيس للارتفاع المتزايد في الدين العام للأعوام (2010 -2014) إلى الاقتراض لتغطية العجز النقدي المتراكم لشركة الكهرباء الوطنية، والناتج عن استخدام الوقود الثقيل والديزل ذي التكلفة المرتفعة نظراً للانقطاع المتكرر في الغاز المصري، ولارتفاع أسعار النفط عالميا في تلك الفترة. وكان أيضاً لارتفاع خدمة الدين من الفوائد أثر كبير على ارتفاع عجز الموازنة نتيجة التوسع بالاقتراض الداخلي. كما أدت إعادة هيكلة الرواتب بالوزارات والدوائر والمؤسسات والهيئات الحكومية في عام 2012 إلى زيادة النفقات الجارية، الأمر الذي أدى إلى زيادة العجز أيضاً. فقد ارتفع إجمالي رصيد الدين العام بمبلغ(1891) مليون دينار في عام 2011، مقارنة بعام 2010، وبمبلغ (3127) مليون دينار في عام 2012، مقارنة بعام 2011، وبمبلغ (3065) مليون دينار في عام 2013، مقارنة بعام 2012. وقد كان السبب الرئيس لارتفاع رصيد الدين الخارجي في عام 2013، الذي زاد بمبلغ(2223)مليون دينار، مقارنة بنهاية عام 2012؛ هو إصدار سندات يوروبوندز بكفالة الحكومة الأمريكية بمبلغ(1250) مليون دولار، وإصدار سندات دين داخلي بالدولار بمبلغ(1150) مليون دولار، وسحب دفعة ثانية من اتفاقية الاستعداد الائتماني مع صندوق النقد الدولي بما يعادل(460) مليون دينار، والحصول على قرض من المؤسسة الدولية الإسلامية للتمويل بما يعادل(240) مليون دينار.

كما ارتفع إجمالي رصيد الدين العام بمبلغ(1977) مليون دينار خلال عام 2014 ،مقارنة بنهاية عام 2013، حيث زاد رصيد دين الحكومة المركزية(موازنة) الداخلي بمبلغ (1518) مليون دينار، والخارجي بمبلغ (778) مليون دينار، فيما زاد رصيد الدين المكفول (وحدات حكومية) الخارجي بمبلغ (17) مليون دينار، وتراجع الدين الداخلي المكفول بمبلغ((335) مليون دينار.

خلال عام 2015 زاد إجمالي رصيد الدين العام (موازنة ومكفول) قبل طرح الودائع بمبلغ (2225) مليون دينار، وبعد طرح الودائع فإن الزيادة تبلغ(2292) مليون دينار، مقارنة بنهاية عام 2014، ليصل إلى (24877) مليون دينار، وفيما يلي التغيرات على رصيد الدين العام عام 2015 مقارنة بنهاية عام 2014:

- زاد الدين الداخلي بمبلغ(864) مليون دينار، حيث زاد رصيد الدين العام الداخلي المكفول (وحدات حكومية) بمبلغ(1003) مليون دينار، وتراجع رصيد الدين الداخلي للحكومة المركزية(موازنة) بمبلغ(139) مليون دينار.
- زاد الدين الخارجي بمبلغ(1361) مليون دينار، نتيجة زيادته للحكومة المركزية (موازنة) بمبلغ(1414) مليون دينار، وانخفاضه للمكفول (وحدات حكومية) بمبلغ (53) مليون دينار، حيث تم إصدار سندات اليوروبوندز المكفولة من الحكومة الأمريكية بقيمة(1.5) مليار دولار أمريكي، واستلام الدفعة السابعة من قرض صندوق النقد الدولي بمبلغ(200) مليون دولار.

إن الناتج المحلي الإجمالي بلغ (23852 ،25437 ،26637) مليون دينار للأعوام 2013و2014 و2015 على التوالي، وقد بلغت نسبة صافي رصيد الدين العام للناتج المحلي الإجمالي ما نسبته (80%) و(80.8%)و(85.8%) للأعوام 2013 و2014و2015 على التوالي. إن هذه النسبة تجاوزت النسبة المسموح بها حسب قانون إدارة الدين العام، ولو تم الاحتساب على أساس إجمالي رصيد الدين العام(بدون طرح الودائع) فإن هذه النسبة تصبح(86.7%)و(89.1%)و(93.4%) للأعوام 2013 و2014 و2015على التوالي، آخذين بعين الاعتبار أن القانون المعدل الذي تم فيه إضافة كلمة (صافي) عند احتساب هذه النسبة غير معمول به حاليا.



الشكل رقم (7): تطور أرصدة الدين العام الداخلي والخارجي والإجمالي 2005-2015

الشكل السابق رقم (7) يبين سلوك أرصدة الدين العام الداخلي والخارجي والإجمالي، حيث يلاحظ تراجع رصيد الدين الخارجي بين عامي 2007 و2008، ثم بدأ بالارتفاع مرة أخرى، إلا أن الارتفاع في مستويات الدين الداخلي كانت أكبر، وهذا أدى إلى تغير في تركيبة الدين العام وسنتطرق له في الجزء التالي من هذا الفصل.

4-4 تركيبة الدين العام

تغيرت تركيبة الدين العام (داخلي /خارجي) بشكل تدريجي، وكان أكبر تغيّر بين عامي2007و 2008، حيث أصبحت نسبة الدين الداخلي 61% من إجمالي رصيد الدين العام في عام 2008، مقارنة مع 43% في العام الذي سبقه، وذلك نتيجة إعادة شراء ديون نادي باريس(دين خارجي)، و إصدار سندات دين داخلي خلال نفس السنة. ونتيجة الاستمرار في الاعتماد بشكل رئيس على الدين الداخلي، فقد وصلت نسبة الدين الداخلي (72%) من إجمالي الدين في عام 2012، ورغم تراجع هذه النسبة في الأعوام 2013-2015، إلا أن أرصدة الدين العام الداخلي تزايدت ولكن بنسبة أقل من التزايد في الدين الخارجي. والجدول رقم (17) يبين التغيرات التي طرأت على تركيبة الدين العام للسنوات2005-2015، حيث تم إحتساب النسب بناء على البيانات الواردة في الجدول السابق رقم(16):

جدول رقم (17)

تركيبة الدين العام، نسبة مئوية %

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نسبة الدين العام الداخلي من إجمالي رصيد الدين العام	33	36	43	61	64	63	69	72	65	65	62
نسبة الدين العام الخارجي من إجمالي رصيد الدين العام	67	64	57	39	36	37	31	28	35	35	38

إن التركيبة المناسبة لهيكل الدين العام الداخلي والخارجي لم يتم التوصل إليها من قبل الحكومة. فالملاحظ أن الحكومة توسعت بالاقتراض الداخلي اعتبارا من عام 2007، ونتيجة تخفيض الديون الخارجية نظرا للشراء المبكر لديون نادي باريس، وسهولة الاقتراض الداخلي من البنوك المحلية، وفي نفس الوقت قيام البنوك المحلية برفع أسعار الفوائد على مزادات الأوراق المالية الحكومية. كل ذلك أدى إلى تغير في تركيبة الدين العام دون التوصل إلى تركيبة مناسبة تستطيع الحكومة السيطرة عليها والتعامل معها.

5-4 آجال الاقتراض

عندما تكون آجال الاقتراض الذي تم الحصول عليه غير ملائمة ولا تتناسب مع التدفقات النقدية للحكومة، فإن ذلك سيؤدي حتما إلى الضغط على الموازنة، ويؤدي إلى صعوبة في تمويل عجز الموازنة. ذلك أن تسديد أقساط وفوائد الدين العام سيكون له الأولوية على تنفيذ برامج تنموية، وبالتالي الحدّ من قدرة الحكومة على تحقيق أهدافها الاستراتيجية. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن خدمة الدين من الأقساط والفوائد ستشكل نفقات إضافية مطلوب الوفاء بها والالتزام بسدادها بدون تأخير، لأن أي تخلف عن التسديد سيؤثر في سمعة الحكومة والدولة، وسيحدّ من القدرة على الحصول على أي اقتراض مستقبلا. وهذا يجعل من آجال تمويل عجز الموازنة عاملاً مهماً في تحديد القدرة على التسديد، وبالتالي سهولة الحصول على التمويل بشروط ميسرة.

جدول رقم(18)

آجال و استحقاق الدين العام (نهاية المُدَة) (المبلغ بالمليون دينار)

البيان /الفترة		2007	2008	2010	2012	2013	2014	2015
الدين العام الداخلي	قصير الأجل	1486	2226	2478	4559	5009	4202	5029
	متوسط الأجل	2209	3127	5190	7935	8390	10399	9958
	طويل الأجل	0	400	312	184	41	21	499
	المجموع	3695	5753	7980	12678	13440	14622	15486
الدين العام الخارجي	قصير الأجل	383	306	418	494	727	1252	1442
	متوسط الأجل	1632	1207	1990	2241	3486	3709	4030
	طويل الأجل	3238	2128	2203	2197	3022	3069	3919
	المجموع	5253	3641	4611	4932	7235	8030	9391
إجمالي الدين العام	قصير الأجل	1869	2532	2896	5053	5736	5454	6471
	متوسط الأجل	3841	4334	7180	10176	11876	14108	13988
	طويل الأجل	3238	2527	2515	2381	3063	3090	4418
	المجموع	8948	9394	12591	17610	20675	22652	24877

المصدر: نشرات الدين العام ومالية الحكومة العامة-وزارة المالية.

يبين الجدول رقم (18) أعلاه آجال واستحقاقات الدين العام في الأردن (نهاية المدة) في بعض سنوات الدراسة. فالدين قصير الأجل هو الذي يستحق خلال سنة فأقل، والدين متوسط الأجل الذي تكون مدة استحقاقه أكثر من سنة ولغاية خمس سنوات، أما الدين طويل الأجل فهو الذي تزيد مدته عن خمس سنوات، ويقصد بنهاية المدة توزيع الدين -حسب الآجال- حسب رصيده في نهاية السنة المالية. ويلاحظ أنه خلال سنوات المقارنة ما يلي:

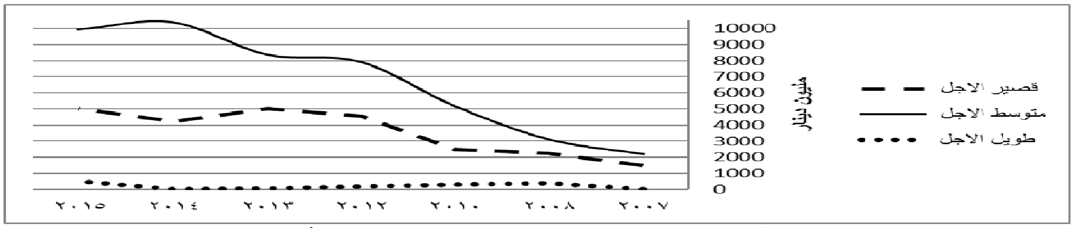
1- الدين العام الداخلي:

ارتفع الدين العام الداخلي قصير الأجل -وبشكل متزايد- خلال الأعوام (2007-2013), فبعد أن كان(1486)مليون دينار عام 2007، ارتفع إلى(4559)مليون دينارعام 2012، نتيجة انتهاج الحكومة لسياسة الاقتراض الداخلي لتلبية احتياجاتها المتسارعة من التمويل، خصوصا في ظل انقطاع الغاز المصري. فتم اللجوء إلى تمويل مشتريات شركة الكهرباء الوطنية من الوقود الثقيل والديزل الباهظ التكلفة قياسا بكلفة الغاز المصري، الذي كان يستخدم في توليد الكهرباء، فكان من السهل على الحكومة اللجوء إلى إصدار أذونات خزينة (قصيرة الأجل) لتلبية حاجتها لإصدار حوالات مالية لمصدّري الوقود الثقيل والديزل.

خلال عامي 2014 و2015، ورغم تراجع رصيد الدين العام الداخلي قصير الأجل، حيث تحول جزء منه إلى متوسط الأجل، ومع هذا بقي رصيد الدين العام قصير الأجل مرتفعا. وهذا بالطبع خلق ضغطا إضافيا على موارد الموازنة، فولّد عجزا إضافيا كنتيجة حتمية لسداد الأقساط والفوائد، فاضطرت الحكومة في كل سنة إلى إصدار دين جديد بشكل أكبر من الرصيد السابق لتسديد الدين قصير الأجل وفوائده، وبالتالي خلق صعوبات إضافية في تمويل عجز الموازنة.

تضاعف رصيد الدين العام الداخلي متوسط الأجل(نهاية المدة) عام 2015 ما يقارب خمسة أضعاف ما كان عليه عام 2007. وشكل هذا الرصيد عاملا إضافيا من عوامل صعوبة تمويل عجز الموازنة، نظرا للحاجة إلى إصدار سندات بشكل متكرر لإطفاء استحقاقات الدين متوسط الأجل. كما تضاعفت خدمة الدين من الفوائد على هذه الإصدارات خلال فترة الدراسة؛ مما أدى إلى عجز إضافي، وهذا ما تبين لنا سابقا عند تحليل موازنة التمويل.

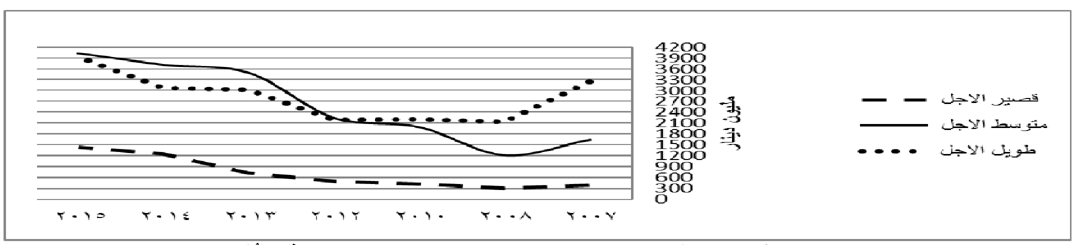
الشكل رقم (8) يبين آجال استحقاق الدين العام الداخلي (نهاية المدة). ويلاحظ من خلاله تراكم الاستحقاق في المدى قصيرالأجل والمدى متوسط الأجل، وهذا بالطبع خلق صعوبات في تمويل عجز الموازنة نتيجة الحاجة المتكررة لإصدار أذونات وسندات خزينة لتسديد ما يستحق منها وفوائدها، علاوة على التداخلات في الاستحقاقات لهذه الإصدارات.



الشكل رقم(8): آجال استحقاق الدين العام الداخلي (نهاية المدة).

2- الدين العام الخارجي:

بالنسبة للدين العام الخارجي فقد تغيرت تركيبته باتجاه الدين قصير الأجل ومتوسط الأجل. ففي عام 2007 كانت الأهمية النسبية للدين العام الخارجي قصير الأجل من إجمالي الدين العام الخارجي (7%)، مقابل (31%) للدين الخارجي متوسط الأجل، و(62%) للدين الخارجي طويل الأجل. وفي عام 2014 بلغت الأهمية النسبية للدين الخارجي قصير الأجل(16%)، و(46%) للدين الخارجي متوسط الأجل، و(38%) للدين الخارجي طويل الأجل. ويعود هذا إلى لجوء الحكومة إلى إصدار سندات يورو بوندز بكفالة حكومة الولايات المتحدة خلال الأعوام 2012-2015، وهي تعتبر ديون قصيرة ومتوسطة الأجل؛ مما أدى إلى مزيد من الصعوبات في تمويل عجز الموازنة، حيث باتت الحاجات التمويلية



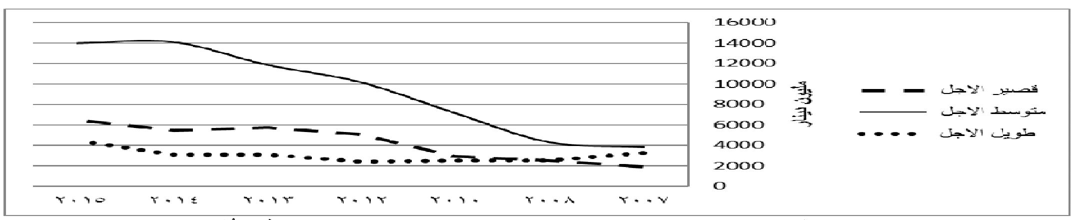
الشكل رقم (9): آجال استحقاق الدين العام الخارجي (نهاية المُدّة).

الإضافية أكبر، نظراً لما تحتاجه هذه الإصدارات من خدمة لها من الأقساط و الفوائد عند استحقاقها، وسيرد لاحقا تحليلاً لخدمة الدين العام الخارجي من الأقساط و الفوائد. والشكل رقم(9) يبين آجال استحقاق الدين العام الخارجي (نهاية المُدّة).

3- إجمالي رصيد الدين العام:

على صعيد إجمالي رصيد الدين العام(الداخلي و الخارجي)، فإنه في عام 2007 كان إجمالي رصيد الدين العام قصير الأجل يمثل ما نسبته(21%) من إجمالي رصيد الدين العام، فيما

شكّل إجمالي رصيد الدين العام متوسط الأجل (43%)، وشكل رصيد إجمالي الدين العام طويل الأجل (36%)من إجمالي رصيد الدين العام. وقد تغيّرت هذه التركيبة في العام 2014 لتصبح(24% , 62% , 12%) لقصير الأجل متوسط الأجل وطويل الأجل على التوالي، أي أن أكثرمن (86%) من استحقاق الدين هو قصير ومتوسط الأجل؛ مما يعني أن خدمته من الأقساط والفوائد باتت مضاعفة بشكل كبير، وهذا يعني مزيدا من العجز؛ مما يزيد من صعوبة الحصول على تمويل لهذا العجز. وفي عام 2015 ارتفع أيضا إجمالي الدين العام قصير الأجل ليصل إلى (6471) مليون دينار، وشكل ما نسبته (26%) من إجمالي رصيد الدين العام، فيما انخفض رصيد الدين العام متوسط الأجل مقارنة بعام 2014 بمبلغ(120) مليون دينار، وشكّل ما نسبته (56%) من إجمالي رصيد الدين العام، أما رصيد الدين طويل الأجل فشكل ما نسبته (18%) من إجمالي رصيد الدين. والشكل رقم(10) يبين آجال استحقاق إجمالي رصيد الدين العام (نهاية المدة):



الشكل رقم (10): آجال استحقاق إجمالي رصيد الدين العام (نهاية المُدّة).

إن تركز رصيد الدين في الآجال القصيرة والمتوسطة سوف يشكل ضغطا على الموارد، ويؤدي لمزيد من الاقتراض لتغطية مدفوعات خدمة الدين، ويزيد من العجز في الموازنة. وهذا على عكس الدين العام طويل الأجل، الذي تكون فيه مدفوعات الأقساط المستحقة أقل بكثير من حالة الدين قصير ومتوسط الأجل، وبالتالي يعطي المخطط المالي الفسحة في اتخاذ قرارات التمويل المناسبة، وفي التفاوض على شروط أفضل، ذلك أنه لن يكون تحت ضغط تقارب مواعيد استحقاقات الدفعات.

6-4 حركة أدوات الدين الداخلي

نتيجة تزايد حجم الإصدارات من الدين العام الداخلي فإن فوائد الدين الداخلي ارتفعت بشكل تدريجي. ففي حين كانت الفوائد المدفوعة على الدين الداخلي(94) مليون دينارعام 2005، إلا أن هذه الفوائد بدأت بالتضاعف، وبخاصة اعتباراً من العام 2008، وهو العام الذي جرى به استبدال ديون خارجية (ديون نادي باريس)، من خلال عوائد التخاصية بديون داخلية كانت

الحكومة بحاجة لها لتمويل عجز الموازنة. ووصلت الفوائد المدفوعة من الإصدارات الجديدة إلى (550, 710, 810 , 752) مليون دينار للأعوام 2012 ،2013 ،2014 ، 2015 على التوالي. الجدول رقم (19) يبين إجمالي حركة أدوات الدين الداخلي (أذونات وسندات خزينة)للأعوام 2005- 2015. حيث يتبين أن الاقتراض الداخلي تضاعف في عام 2008، وبدأ بعدها بالتراكم ككرة الثلج. فتم إصدار أذونات وسندات خزينة بمبالغ مضاعفة، تم من خلالها إطفاء السندات التي سبق و كانت الحكومة أصدرتها خلال السنوات السابقة، إضافة لدفع فوائد هذه السندات والأذونات المستحقة، واستخدم المتبقي منه في تمويل عجز الموازنة .

جدول رقم (19)

إجمالي حركة أدوات الدين الداخلي للفترة 2005-2015(المبلغ بالمليون دينار)

البيان	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إصدار	1674	1209	1405	2977	4552	4824	4932	6159	5020	6018	3620
إطفاء	1223	717	680	1714	3143	4016	3019	4368	4182	4755	3833
فوائد	94	134	174	257	319	333	366	550	710	810	752

المصدر: (نشرات مالية الحكومة العامة والدين العام-وزارة المالية والنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي).

وقد بقي مجموع الإصدارات أكبر من قيمة الإطفاء والفوائد لكل أعوام الدراسة، باستثناء العام 2015، والسبب في ذلك أن الزيادة في القروض الخارجية خلال هذا العام استخدم جزء منها في تسديد جزء من الدين الداخلي، نظراً للكلفة العالية التي كانت الحكومة قد تكبدتها نتيجة الاقتراض الداخلي.

إن شراء أذونات وسندات الخزينة (الدين الداخلي) المصدّرة من قبل البنك المركزي نيابة عن الحكومة من قبل البنوك التجارية وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، خلق منافسة للقطاع الخاص على السيولة المتوفرة في السوق المصرفي؛ مما تسبب في رفع سعر الفائدة؛ وأثر على الإنفاق الاستثماري. وقد لوحظ أن سعر الفائدة على سندات الخزينة وصل إلى (8.6%) في عام 2012، في حين أن سعر الإقراض لأفضل العملاء لدى البنوك التجارية(PLR) كان في نفس العام(8.68%). أي أن سعر اقتراض الحكومة على بعض الإصدارات قارب سعر الفائدة الذي يُستوفى من عملاء البنوك، رغم أن الورقة المالية الحكومية (أذونات وسندات) تعتبر خالية المخاطر، و يعود ذلك بشكل رئيس إلى زيادة حجم الإصدارات،والتوسع بالاقتراض الداخلي.



الشكل رقم (11): إجمالي حركة أدوات الدين الداخلي.

الشكل السابق رقم (11) يبين حركة أدوات الدين الداخلي للأعوام 2005-2015. حيث يلاحظ من خلاله القفزات التي مر بها مسار إصدار وإطفاء السندات الحكومية، والناتج عن التوسّع بالاقتراض الداخلي. من خلال تتبع حجم الفوائد المدفوعة على إصدارات الدين الداخلي من الأذونات والسندات، فإن مجموع الفوائد التراكمية بلغت (4499) مليون دينار للأعوام 2005-2015 تم تسديدها من الإصدارات الجديدة في كل سنة، وهو مبلغ كبير جدا. هذه الفوائد كانت سبباً آخر في صعوبة تمويل عجز الموازنة، فأثرها تراكمي طالما أن الإيرادات الذاتية أوالمحلية للحكومة غير كافية لتغطية النفقات المتكررة. وتزداد صعوبة التمويل الذي تواجهه الحكومة عندما يضاف إلى ذلك فوائد كبيرة تستحق الدفع سنويا.

7-4 خدمة الدين العام الخارجي

تمثل خدمة الدين الخارجي كل من الأقساط والفوائد المدفوعة والمجدولة، والجدول رقم(20) يبين بيانات خدمة الدين العام الخارجي خلال سنوات الدراسة.

جدول رقم (20)

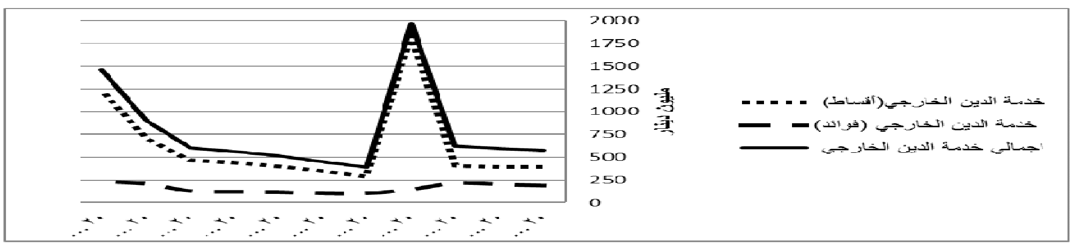
خدمة الدين العام الخارجي (لأقرب مليون دينار)

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
خدمة الدين الخارجي(أقساط)	390	393	406	1827	288	346	398	438	469	702	1230
خدمة الدين الخارجي(فوائد)	187	200	213	145	104	104	117	121	130	205	232
إجمالي خدمة الدين الخارجي	577	593	619	1972	392	450	515	559	599	907	1462

المصدر: نشرات مالية الحكومة العامة والدين العام-وزارة المالية والنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي.

إنّ توجه الحكومة نحو الاقتراض الداخلي أبقى مستويات خدمة الدين من الأقساط والفوائد على الدين الخارجي متقاربة خلال الأعوام(2005-2013)، باستثناء العام 2008، الذي جرى خلاله تسديد ديون نادي باريس،ووفقا لما أشرنا إليه سابقا في هذه الدراسة، حيث أن مدفوعات الفوائد على الدين الداخلي ارتفعت بشكل إضافي بدلا من ارتفاعها على الدين الخارجي.

أما في عامي 2014 و2015، فقد ارتفعت خدمة الدين الخارجي، حيث بلغت المدفوعات مـن فوائد القروض الخارجيـة (205 , 232) مليـون دينـار، ومـدفوعات أقسـاط الـدين الخـارجي (702 , 1230) مليون دينارعلى التوالي. وقد جاء هذا الارتفاع كنتيجة رئيسة لإصدار سندات يورو بوندز بالدولار الأمريكي في الأسواق العالمية، والحصول على تسهيلات من صندوق النقد الدولي خلال الأعوام 2012-2015. وبالتـالي فإن لهذه الإصدارات مواعيد تسديد، فإصدارعام 2012 بـدأ اسـتحقاق أقسـاطه فـي عـام 2014؛ ممـا أدى إلـى ارتفـاع خدمـة الـدين مـن الأقسـاط، وإصدارعام 2013 بـدأ اسـتحقاق أقسـاطه فـي عـام 2015، ممـا أدى إلـى تـراكم فـي خدمـة الـدين الخارجي من الأقساط كون الاستحقاقات أصبحت متداخلة، وتتركز في الأجلين القصير والمتوسط. ويبين الشكل رقم(12) تطـور خدمـة الـدين العـام الخـارجي مـن الأقسـاط والفوائد للأعوام 2005-2015:



الشكل رقم (12): تطور خدمة الدين العام 2005-2015

ويلاحظ أنه في العام 2008 ارتفعت خدمة الدين الخارجي بشكل كبير نتيجة تسديد ديون نـادي باريس وفق ماتناولناه سابقا. بعدها عادت مستويات خدمـة الـدين فـي الأعـوام 2009-2011 لتصبح أقل ممـا كانـت عليـه قبـل العـام 2008. أمّا خـلال الأعـوام 2012-2015 فقد بدأت خدمـة الدين العام الخارجي بالارتفاع مره أخرى وبشكل مستمر نتيجة إصدارات سندات اليـورو بونـدز. وفيما يلي بيانات حول أهم التعاقدات على القروض الخارجية(وفقا للبيانـات الـواردة فـي النشـرات الشهرية لمالية الحكومـة العامـة للأعوام 2012-2015)، والتـي سـاهمت فـي ارتفـاع رصـيد الـدين الخارجي منذ العام 2012 وبالتالي ارتفاع خدمته من الأقساط والفوائد.

فـي عـام 2012 تـم توقيـع اتفاقيـة ترتيبـات الاسـتعداد الائتمـاني مـع صـندوق النقـد الـدولي بقيمة(1364) مليون وحـدة حقـوق سـحب (SDRs)، وبمـا يعـادل (2006) مليـون دولار، وبضـمان حصـة الأردن بالصندوق، وعُمر القـرض (50) عاما وفترة سماحه أربـع سنوات ونصف، وبمعدل فائدة يساوي فائدة صندوق النقد الدولي، مضافا له هامش 1%. هذه الاتفاقية تهدف إلى جسر الهوة في عجز الحسـاب الجـاري والتخفيـف عن الأردن فـي ظـل العجـز المتزايـد فـي الموازنـة، وبسـبب

الظروف الاقتصادية التي مر بها الأردن في ذلك العام. وفي عام 2012 أيضا تم توقيع اتفاقية مع البنك الدولي للإنشاء والتعمير بهدف تحقيق انتعاش اقتصادي، وبقيمة(250) مليون دولار، لمدة(20) عام، وبفترة سماح(5) سنوات.

وفي عام 2013، تراجع تصنيف الأردن الائتماني من قبل أحد أشهر مؤسسات التصنيف، وهي شركة ستاندارد آند بورز(S&P). هذا التراجع كان بسبب العسر المالي وارتفاع رصيد الدين العام ونسبته للناتج المحلي الإجمالي. ويضاف إلى ذلك الظروف السياسية التي تعيشها المنطقة، وزيادة الأعباء على كاهل الأردن بسبب أزمة اللاجئين السوريين، وانقطاع الغاز المصري، الذي أدى إلى استخدام الديزل والوقود الثقيل في توليد الطاقة الكهربائية؛ مما رفع من كلفة التوليد وتحمّل شركة الكهرباء الوطنية خسائر ثقيلة كنتيجة لذلك.

ونتيجة لهذه الظروف فقد قامت الحكومة الأردنية في عام 2013 بإصدار سندات يورو بوندز بكفالة الحكومة الأمريكية بقيمة (1250) مليون دولار أمريكي، بفائدة ثابتة بمعدل(2.503%)، ومدة الإصدار (7) سنوات، ويستحق في 30\10\2020. إن السبب في طلب كفالة الحكومة الأمريكية هو تمكين الأردن من الحصول على تمويل خارجي بشكل أسهل، وبشروط أيسر، نظراً للتصنيف الائتماني المرتفع للولايات المتحدة ألأمريكية. كما تم في نفس العام إصدار سندات محلية بالدولار الأمريكي بقيمة (1150) مليون دولار، بفائدة ثابتة(4.25%)، لمدة(3) سنوات، وفترة سماح(3) سنوات. كما حصلت الحكومة في عام 2013 أيضا على قرض من مؤسسة التمويل الدولية الإسلامية بمبلغ(338) مليون دولار أمريكي، لمدة سنة، وفترة سماح سنة، وبفائدة ثابتة(3.75%).

تكررت عملية إصدار سندات يوروبوندز بكفالة الحكومية الأمريكية في عام 2014. فقد تم إصدار(1000) مليون دولار تستحق في عام2019، وبفائدة ثابتة (1.695%)، بهدف دعم تغطية العجز المزمن بالموازنة، كما تم سحب الدفعة الثالثة من اتفاقية الاستعداد الائتماني مع صندوق النقد الدولي، وبمبلغ((276) مليون دينار.

في عام 2015، وبهدف استبدال الدين الداخلي بدين خارجي وتمويل عجز الموازنة، فقد وقع الأردن عدة اتفاقيات اقتراض خارجي. لذلك تم إصدار سندات يورو بوندز جديدة وبكفالة الحكومة الأمريكية بقيمة(1500) مليون دولار، للحصول على شروط أيسر وأسهل للتمويل الخارجي نظرا لصعوبة الاستمرارباللجوء للاقتراض الداخلي المُكلف. كما تم في عام 2015 إصدار سندات يوروبوندزإضافية بمبلغ(500) مليون دولار، والحصول على الدفعة الرابعة من اتفاقية الاستعداد الائتماني مع صندوق النقد الدولي، وبما يعادل(425) مليون دينار.

8-4 نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي

تُعد نسب الدين العام للناتج المحلي الإجمالي من المؤشرات الاقتصادية الهامة، التي تنال اهتمام المحللين الاقتصاديين ومؤسسات التمويل الدولية ووكالات التصنيف الائتماني العالمية. ونظرا للتطورات التي حدثت على رصيد الدين العام بشقيه الداخلي والخارجي، نتيجة الزيادة المضطردة في رصيد الدين العام للأعوام 2005-2015، وتغير تركيبته، فقد طرأت تغيرات جوهرية على نسب الدين العام للناتج المحلي الإجمالي، وحسب ما هو مبين في الجدول رقم (21):

جدول رقم (21)

نسب الدين العام للناتج المحلي الإجمالي **(لأقرب مليون دينار)**

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	البيان / السنة
58.1	57.5	56.3	57.7	48.9	42.5	41.9	36.9	30.5	26.7	27.7	نسبة الدين الداخلي للناتج المحلي الإجمالي(%)
35.3	31.6	30.3	22.5	21.9	24.6	22.9	23.3	43.3	46.8	56.7	نسبة الدين العام الخارجي للناتج المحلي الإجمالي(%)
93.4	89.1	86.6	80.2	70.7	67.1	64.7	60.2	73.8	73.5	84.3	نسبة إجمالي الدين العام للناتج المحلي الإجمالي(%)

إن نسب الدين العام للناتج المحلي الإجمالي حددها قانون إدارة الدين العام رقم 26 لسنة 2001، الذي يتضمن أن نسبة الدين الداخلي أو الخارجي يجب أن لاتتجاوزأي منهما (60%) من الناتج المحلي الإجمالي، على أن لايزيد مجموعهما (إجمالي الدين العام)عن (80%)من الناتج المحلي الإجمالي. والملاحظ أن النسب الفرعية لم تتجاوز النسب المحددة بالقانون، إلا أن مجموعهما تجاوز النسب المحددة بالقانون اعتبارا من العام 2012، فوصلت هذه النسبة إلى(93.4%) في العام 2015، وهي نسب مرتفعة جدا تشير إلى تزايد كبير في رصيد الدين العام، ونمو الناتج المحلي الإجمالي بنسب متدنية ، مما أدى إلى مخالفة قانون إدارة الدين العام.

تجدر الإشارة إلى أن مجلس الوزراء وافق بموجب القرار رقم (6743) في جلسته المنعقدة بتاريخ 2014/11/26 على وقف العمل بالمادتين (23،22) من قانون الدين العام المشار إليهما أعلاه لمدة (3) سنوات. ولم يتبين لنا ماهو التشريع الذي يسمح للحكومة بوقف العمل بمواد معينة من هذا القانون، وخصوصا أن هناك قانون معدّل مؤقت في عام 2008، تضمن تخفيض

نسب الدين الداخلي والخارجي، بحيث لاتتجاوز(40%) من الناتج المحلي الإجمالي، وعلى أن لايتجاوز إجمالي رصيد الدين للناتج المحلي الإجمالي عن(60%)، وتم وقف العمل به في عام 2010 بقرار من مجلس الوزراء.

9-4 النمو بالعجز والنمو في خدمة الدين من الأقساط والفوائد

إن قدرة الحكومة على الاستمرار بالاقتراض لتمويل عجز الموازنة ترتبط بعدة متغيرات، وأبسطها أن يكون معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي أكبر من معدل النمو في عجز الموازنة ومن معدل نمو الدين العام، بحيث يبقى الاقتصاد الوطني قادرا على تحمّل وتسديد هذا الدين. ووفق المعادلة التي وردت في الفصل الثاني من هذه الدراسة (Beaugrand,2002):

$$D=(G-R)+i = D_{primary} + i$$

حيث أن:

D: مقدار عجز الموازنة.

G: النفقات الحكومية الرأسمالية والجارية بما فيها أقساط القروض (بدون الفوائد المدفوعة على الدين).

R: الإيرادات.

i: مقدار الفوائد المدفوعة على الدين.

$D_{primary}$: العجز الأولي.

إن العجز الأولي والفوائد المستحقة ممكن تمويلها من خلال التعاقد على ديون جديدة، أو من خلال توليد مصادر جديدة للإيرادات مثل الخصخصة، أو من خلال التوسع بإصدار النقد(seigniorage).

يبين الجدول التالي رقم(22) الناتج المحلي الإجمالي وعجز الموازنة وإجمالي خدمة الدين من أقساط الدين الخارجي وفوائد الدين الخارجي والداخلي، ومعدلات النمو لكل منها لبعض أعوام الدراسة . و يتبين من هذا الجدول أن النمو في خدمة الدين العام الداخلي والخارجي كانت بوتيرة مرتفعة، خصوصا منذ العام 2012 فما بعد، وهو أعلى بكثير من النمو في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية؛ مما يعني أن قدرة الحكومة على الاستمرار بالاقتراض لتمويل العجز آخذة بالتراجع.

جدول رقم(22)

الناتج المحلي الإجمالي وعجز الموازنة وإجمالي خدمة الدين من الأقساط والفوائد ومعدلات النمو لكل منها (المبلغ بالمليون دينار)

البيان /الفترة		2007	2010	2012	2013	2014	2015
الناتج المحلي الإجمالي(بالأسعار الجارية)	**القيمة**	**12131.4**	**18762.0**	**21965.5**	**23851.6**	**25437.1**	**26,637.4**
	نسبة النمو	%13.6	%10.9	%7.3	%8.6	%6.6	%4.7
عجز الموازنة (بعد المنح)	**القيمة**	**569**	**1045**	**1824**	**1318**	**583**	**927**
	نسبة النمو	%45.5	-30.8	+%31.9	-%27.7	-%55.8	+%59.0
خدمة الدين العام (أقساط الدين الخارجي وفوائد الدين الداخلي والخارجي)	**القيمة**	**793**	**783**	**1109**	**1309**	**1717**	**2214**
	نسبة النمو	%9.0	%10.0	%25.9	%18.0	%31.2	%28.9

المصدر: نشرات مالية الحكومة العامة والدين العام-وزارة المالية،أعداد مختلفة.

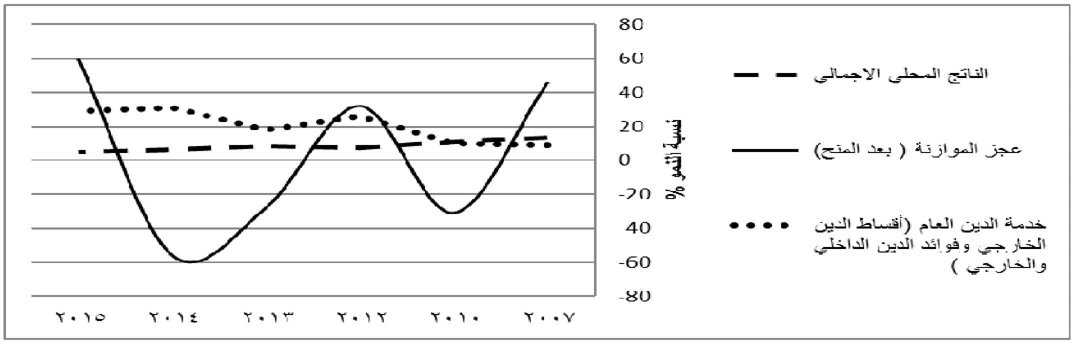
فرغم أن العجز تراجع في بعض السنوات، إلا أن قيمته المرتفعة و الحاجة لتمويله أدى إلى تزايد الاعتماد على الاقتراض لتمويل هذا العجز. ومع عدم نموالإيرادات المحلية والمنح بنسبة ملائمة للنمو بالنفقات، فإن ذلك شكل ضغطا إضافيا على عجز الموازنة.

نتيجة لذلك لم يعد بمقدور الحكومة الحصول على التمويل بفوائد أقل، فالسياسات المتبعة في تمويل العجز اتجهت للتوسع بالدين الداخلي، وهذا بطبيعة الحال أدى إلى صعوبات في تمويل عجز الموازنة، ثم بدأت الحكومة بمحاولة التوجه إلى الدين الخارجي اعتمادا على كفالة الولايات المتحدة للإصدارات من سندات اليورو بوندز،.

فقد بلغت خدمة الدين الداخلي والخارجي من الأقساط والفوائد (793) مليون دينار عام 2007، مُرتفعة بنسبة (9%) عن العام 2006. ونتيجة التوسّع بالاعتماد على الدين الداخلي، وهو قصير أو متوسط الأجل اعتبارا من عام 2008 بعد إنجاز عملية شراء ديون نادي باريس، فقد نمت خدمة الدين بنسب أكبر من النمو في الناتج المحلي الإجمالي ومن النمو بالإيرادات، فسجلت خدمة الدين نمواً نسبته (10%)، وهي أقل بقليل من النمو بالناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.

و في عام 2012 قفز النمو في خدمة الدين إلى ما يزيد عن (25%)، وهو يماثل ثلاثة أضعاف النمو بالناتج المحلي الإجمالي. ثم سجلت نسب النمو (18 %، 31.2 % ، 28.9 %) في الأعوام 2013- 2015، نتيجة تزايد الإصدارات من الدين الداخلي، وإن كان بوتيرة أقل من الأعوام التي سبقت هذه الفترة. كما نتج ذلك عن إصدار سندات اليورو بوندز بكفالة حكومة الولايات المتحدة، التي تتطلب تسديداً للأقساط المستحقة التي تخص الإصدار الذي تم في عام 2012.

يبين الشكل رقم (13) نسب النمو في كل من الناتج المحلي الإجمالي والعجز في الموازنة وخدمة الدين:



الشكل رقم (13): نسب النمو في الناتج المحلي الإجمالي وعجز الموازنة وخدمة الدين.

يتبين من الشكل السابق أن نسب النمو في كل من الناتج المحلي الإجمالي وعجز الموازنة وإجمالي خدمة الدين العام لم تتخذ نمطا محددا. حيث كان اتجاه نسب النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالانخفاض التدريجي، فيما ارتفعت نسب نمو إجمالي خدمة الدين العام، في حين تذبذبت نسب النمو في عجز الموازنة، فارتفعت نسب النمو خلال فترات، وانخفضت في فترات أخرى. وعلى جميع الحالات فإن ذلك يؤشر إلى أن تمويل عجز الموازنة واجه صعوبات في التخطيط للسيطرة عليه وإدارته.

10-4 التصنيف الائتماني للأردن

إن التصنيف الائتماني أو الجدارة الائتمانية هي درجة تظهر حُكم وكالات التصنيف الائتماني العالمية على مدى قدرة دولة أو مؤسسة ما على سداد ديونها.

لذا فإن التوسع بالاقتراض الداخلي، وما ينجم عنه من ارتفاع في معدلات الفائدة على السندات والأذونات الحكومية، وبالتالي زيادة عبء الدين سيؤثر في قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها. كما أن ارتفاع نسب الدين العام للناتج المحلي الإجمالي وتجاوزه للنسب المحددة في قانون إدارة الدين العام وارتفاع نسبة العجز للناتج المحلي الإجمالي يؤثر سلبا في التصنيف الائتماني؛ مما يخلق صعوبة في الاقتراض الخارجي.

فيما يلي بيان لأبرز التغييرات التاريخية التي حدثت على تصنيف الأردن الائتماني (حسب ما هو منشور على موقع الوكالات الالكتروني على شبكة الإنترنت).

1. وكالة موديز (Moody’s):

حسب تصنيف وكالة موديز فإن تصنيف الأردن الائتماني بقي شبه ثابت لتصنيف العملة المحلية طويل الأجل خلال الفترة من عام 2003 إلى عام 2010، ضمن درجة(Baa3)، وتعني بيئة غير استثمارية. كما بقي التصنيف للعملة الأجنبية طويل الأجل ضمن درجة(Ba2). والجدول التالي رقم (23) يبين تصنيف شركة موديز للأردن، علما أنها لم تقم بتصنيف الالتزامات قصيرة الأجل.

جدول رقم (23)
تصنيف الأردن الائتماني حسب وكالة (Moody's)

السنة / البيان	العملة المحلية		العملة الأجنبية	
	قصيرة الأجل	طويلة الأجل	قصيرة الأجل	طويلة الأجل
2003	-	Baa3	-	Ba2مع نظرة مستقرة
2006	-	Baa3	-	Ba2 مع نظرة سلبية
2007	-	Baa3	-	Ba2 مع نظرة مستقرة
2011	-	Ba2	-	Ba2 مع نظرة سلبية
2015-2013	-	B1	-	B1مع نظرة مستقرة

المصدر: موقع وكالة (Moody's) على شبكات الإنترنت.

ويلاحظ أنه في عام 2013 تراجع التصنيف طويل الأجل للعملة المحلية والأجنبية ليصبح (B1)، وتعني بيئة فيها مخاطرة، وبقي التصنيف كما هو في السنوات 2014 و2015 .

2. وكالة ستاندرد اندبورز (s&p)

تم تصنيف الأردن من قبل وكالة ستاندارد أند بورز، وهي الوكالة الأشهر في مجال التصنيف الائتماني، وفق المبين بالجدول التالي رقم (24). ويلاحظ أن تصنيف العملة المحلية قصيرة الأجل كان (A-) للأعوام2005إلى2010، وتعني جدارة ائتمانية متوسطة، ثم تراجع إلى(B) في عام 2011والأعوام التالية، وتعني بيئة مخاطرة.

جدول رقم (24)
تصنيف الأردن الائتماني الائتمانية حسب وكالة (S&P)

السنوات / البيان	العملة المحلية		العملة الأجنبية	
	قصيرة الأجل	طويلة الأجل	قصيرة الأجل	طويلة الأجل
2008-2005	A-	BBB مع نظرة مستقرة	B	BB مع نظرة مستقرة
2010	A-	BBB- مع نظرة مستقرة	B	BB مع نظرة مستقرة
2011	B	BB+ مع نظرة سلبية	B	BB مع نظرة سلبية
2015-2013	B	BB مع نظرة سلبية	B	BB مع نظرة سلبية

المصدر: موقع وكالة (S&P) على شبكات الإنترنت.

أمـا العملـة المحليـة طويلـة الأجـل، فقد تغيـرت مـن جـدارة ائتمانيـة منخفضـة، ويمثلـه التصنيف(BBB) إلى بيئة غير استثمارية، ويمثله التصنيف (BB)، والنظرة السلبية تعنـي إمكانيـة تخفيض التصـنيف عند المراجعة اللاحقـة. أمّا تصـنيف العملـة الأجنبيـة قصـير الأجـل فقد بقـي عند(B) لكافة أعوام الدراسة، وتعني بيئة مخاطرة، أمّا التصنيف طويل الأجل، فكان (BB) ويعني بيئة غير استثمارية.

يُعد التصنيف الائتماني المتدني أحد أهم الصعوبات التـي تواجـه تمويل عجز الموازنـة، فالتصنيف الذي تصدره مؤسسات التصنيف الدولية يتضمن في جوانبه الجدارة الائتمانية للدولة و قدرتها على الوفاء بالتزاماتها من القروض.

فكلما انخفض التصنيف الائتماني للدولة أدى ذلك إلـى تراجع الجدارة الائتمانيـة و القدرة علـى الوفـاء بالالتزامـات، وهـو يعنـي أن الإقـراض للدولـة سـوف يحمـل مخـاطر ائتمانيـة كبيـرة. وبالتالي تُحجم مؤسسات التمويل الدولية إلى حد كبير عن إقراض الدول ذات التصنيف المنخفض الموصوف بأنه غير استثماري، وإن تم ذلك فيكون بشروط صعبة أقلها أن يكون معدل الفائدة على هذه القروض مرتفعا، وبالتالي زيادة عبء خدمة الدين من الفوائد، ومزيداً من الضغط علـى الموازنة الجارية. فهذا التصنيف يأخذ بعين الاعتبـار الظـروف التـي تمـر بهـا الدولـة خـلال الفتـرة الزمنية التي خضعت للمراجعة والتحليل، وقد تم سابقا وخلال الفصل الثاني التطرق لأهم العوامل التي تؤثر بالتصنيف الائتماني.

إن تراجع التصنيف الائتماني للأردن من قبل وكالات التصنيف العالمية وفق مـا تـم بيانـه أعلاه، أدى إلى صعوبات في الحصول على تمويل لعجز الموازنة مـن الجهـات الدوليـة؛ ممـا أدى إلى قيام الحكومـة الأمريكيـة بكفالـة إصدارات الأردن مـن سندات اليـورو بونـدز نظـرا للتصـنيف الائتماني المرتفع الذي تتمتـع بـه الولايـات المتحدة الأمريكيـة. وهـذا يعنـي أن التوسـع بـالاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنـة قد خلق صـعوبات إضـافية فـي الحصـول علـى التمويل المناسـب، وبالكُلفة الملائمة خصوصا من مؤسسات التمويـل الدوليـة. ففـي الأردن كـان مـن العامـل السياسـي ذي العلاقة باستقرار السياسـات الماليـة العامـة، والنمـو الاقتصـادي، والعامـل الاقتصـادي المتعلـق بمستوى الـدخل، وتنـوع الاقتصـاد واسـتقرار قاعـدة الإيـرادات العامـة، والعامـل المـالي المـرتبط باستقرار العجز السيادي، وفي عبء الدين، كُلها ساهمت في تراجع التصـنيف الائتمـاني لـلأردن. ومن خلال ما تم تحليله من بيانات تتعلق بتمويل عجز الموازنة والمتغيرات المرتبطـة بهـا، يتبـين لنا أن ارتفاع العجز في الموازنة أدى إلـى تزايد الاقتـراض الـداخلي، وهـذا زاد مـن عـبء الـدين، وبالتالي أدى إلى تراجع تصنيف الأردن الائتماني حسب وكالتي(S&P) وموديز. هذه السلسلة من

التغيرات والأحداث بدأت اعتبارا من نهاية العام 2009، حين وصل عجز الموازنة إلى (1510) مليون دينار، وكان رصيد إجمالي الدين العام(9395) مليون دينار. ارتفع بعدها إجمالي رصيد الدين العام في العام 2010الى(10955) مليون دينار، بزيادة مقدارها(1560)مليون دينار، وبنسبة نمو(17%)، حيث توسعت الحكومة بالاقتراض الداخلي. هذا بمجمله أدى إلى تراجع تصنيف الأردن حسب وكالة موديز إلى (Ba2)، مع نظرة سلبية، وإلى (BB+)للعملة المحلية، و(BB) للعملة الأجنبية، مع نظرة مستقبلية سلبية حسب تصنيف وكالة(S&P)، وكلاهما يعني أن الوضع غير استثماري، وفيه مخاطر. وهذا يعني أن شروطا أصعب ومعدلات فائدة أعلى سيتم اشتراطها على القروض الخارجية الجديدة التي سيتم اقتراضها؛ مما دفع الحكومة الأردنية في عام 2013 باتجاه الحصول على إصدارات لسندات اليورو بوندز بكفالة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية، وهي مصنفة بترتيب ائتماني مرتفع(AAA). فقد تم إصدار سندات في الأسواق العالمية بقيمة(1250) مليون دولار.

ومع تخفيض التصنيف الائتماني من قبل الوكالتين أعلاه مرة أخرى في العام 2013 إلى(B1)من قبل وكالة موديز، و(BB) مع نظرة سلبية من قبل وكالة (S&P). ترافق ذلك مع ارتفاع العجز، ومضاعفة عبء الدين نتيجة التوسع بالاقتراض الداخلي، وقيام البنوك برفع أسعار الفوائد على الأوراق المالية الحكومية، خصوصا في العام 2012، حين وصل سعر الفائدة على بعض الإصدارات(8.6%). كل هذا أدى إلى لجوء الحكومة الأردنية مرة أخرى لإصدار سندات يوروبوندز بالأسواق العالمية، وبكفالة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية و بقيمة(1000) مليون دولار في العام 2014.لذا فالتصنيف الائتماني المُنخفض يُعد أحد الصعوبات الرئيسة لتمويل عجز الموازنة العامة في الأردن.

11-4 أثر سعر الصرف على الدين العام الخارجي

يتغير رصيد الدين الخارجي نتيجة تقلبات أسعار صرف العملات التي تتكون منها محفظة القروض الخارجية. آخذين بعين الاعتبار أن سعر الصرف بين الدينار والدولار ثابت (fixed exchange rate)، فإن التغير في الأرصدة يعود لتغيير أسعار صرف العملات الأخرى مقابل الدولار. أي أنه إذا ارتفعت أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل الدولار فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة رصيد الدين العام الخارجي، وبالتالي سوف ترتفع تلقائيا نسبة الدين العام الخارجي للناتج المحلي الإجمالي؛ مما يحدّ من القدرة على المزيد من الاقتراض، وخصوصا في حالة الأردن،

حيث وصلت هذه النسبة إلى مستويات حرجة، وهذا يعني صعوبة في الاقتراض لتمويل العجز في الموازنة.

يبين الجدول رقم (25) أثر تغير أسعار الصرف على رصيد الدين الخارجي، كما ورد في نشرة الدين العام، ونشرة مالية الحكومة العامة الصادرتين عن وزارة المالية ، علماً أن سعر الصرف بالنشرة مأخوذ من موقع صندوق النقد الدولي(IMF) بتاريخ إصدار كل نشرة.

جدول رقم (25)

أثر تغير أسعار الصرف على رصيد الدين الخارجي (مليون دينار)

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
أثر الصرف على رصيد الدين العام الخارجي	-363	+195	+232	+100	-15	+104	+48	-103	-129	-245	-150

المصدر: (نشرات مالية الحكومة العامة والدين العام-وزارة المالية).

ويلاحظ من الجدول أعلاه أن الأثر التراكمي لتغير أسعار الصرف للفترة (2005-2015) قد تولّد عنه انخفاض رصيد الدين العام الخارجي بمبلغ (326) مليون دينار نتيجة تقلّب أسعار صرف العملات الأجنبية أمام الدوار الأمريكي. إن هذا الأثر مهم جدا حيث يلعب دورا في سلة العملات التي يجب أن تتكون منها المحفظة، ومدى تغيرها مقابل الدولارمن جهة أخرى. كما أن ذلك يلعب دورا هاما في تمكين الحكومة من الاقتراض بشكل أكبر عند انخفاض الرصيد نتيجة هذا التغير، والاقتراض بشكل أقل عندما يكون الأثر موجبا على الرصيد، وخصوصا في الحالات التي تلتزم بها الحكومة بنسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي.

ففي عام 2005 انخفض رصيد القروض الخارجية بمبلغ(363) مليون دينار، نتيجة انخفاض سعر الصرف لليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني ووحدة حقوق السحب الخاصة مقابل الدولار الأمريكي. آخذين بعين الاعتبار أن الدين العام الخارجي وصل رصيده في ذلك العام(5057) مليون دينار بعد طرح قيمة هذا التغير، فقد كان الدين العام الخارجي يمثل ما نسبته (67%) من إجمالي رصيد الدين، حيث كانت تتركز تركيبة الدين العام في الدين الخارجي.

وفي عام 2006 شهدت العملات العالمية ارتفاعا ملحوظا مقابل الدولار، الأمر الذي أدى إلى زيادة رصيد المحفظة من القروض الخارجية بمبلغ(195) مليون دينار.

وفي عام 2007 ارتفع أيضا رصيد الدين العام الخارجي نظراً لتغير سعرالصرف بمبلغ(232) مليون دينار، نتيجة ارتفاع صرف اليورو مقابل الدينار الأردني؛ مما تسبب في زيادة

الرصيد بمبلغ (129) مليون دينار، كذلك ارتفاع صرف الين الياباني والدينار الكويتي والجنيه الإسترليني ووحدة حقوق السحب، التي ساهمت في زيادة رصيد الدين بمبلغ (96) مليون دينار.

شهد عام 2008 ارتفاعا آخر على رصيد المحفظة نتيجة تغير سعر الصرف وبمبلغ(100) مليون دينار، نتيجة ارتفاع الين الياباني؛ مما تسبب بزيادة الرصيد (224) مليون دينار، فيما انخفض سعر صرف الدينار الكويتي والجنية الإسترليني واليورو؛ مما ساهم في انخفاض الرصيد بمبلغ (121) مليون دينار، ليصبح صافي الأثر زيادة في الرصيد (100) مليون دينار.

عاد أثر سعر الصرف ليُخفض من رصيد الدين الخارجي في عام 2009 بمبلغ(15) مليون دينار، حيث ارتفع سعر صرف اليورو واليوان الصيني والوان الكوري والجنيه الإسترليني؛ مما ساهم في زيادة رصيد الدين بمبلغ (19) مليون دينار، فيما انخفض سعر صرف الدينار الكويتي والين الياباني؛ مما ساهم في تخفيض في رصيد الدين بمبلغ (34) مليون دينار، مما عكس أثراً صافياً بانخفاض رصيد الدين بمبلغ (15) مليون دينار.

وفي الأعوام 2010 و2011 ارتفع الرصيد بمبلغ إجمالي(152) مليون دينار نتيجة ارتفاع صرف الين الياباني والدينار الكويتي والوان الكوري واليوان الصيني؛ مما ساهم في زيادة رصيد الدين بمبلغ (141.8) مليون دينار، فيما ساهم انخفاض سعر اليورو ووحدة حقوق السحب الخاصة والجنية الإسترليني وعملات أخرى بتخفيض الرصيد بمبلغ (37.1) مليون دينار، ليكون صافي الأثر (104) مليون دينار في عام 2010، و(48) مليون دينار في عام 2011.

شهدت الأعوام 2012-2015 تراجعا مستمرا لأثر أسعار الصرف مقابل الدولار، حيث بلغ مجموع الانخفاض خلال هذه السنوات (627) مليون دينار، وهذا ناتج عن ارتفاع صرف الدولار مقابل العملات الرئيسة التي يتكون منها رصيد الدين الخارجي.

وفي الخلاصة ارتفع رصيد الدين العام الخارجي في الأعوام (2006-2011) نتيجة ارتفاع صرف العملات الأجنبية الأخرى مقابل الدولار. وقد بلغ الارتفاع في الرصيد(الأثر التراكمي) لهذه السنوات (664) مليون دينار، أي كأن الحكومة اقترضت هذا المبلغ بشكل إضافي دون أن يدخل الخزينة أي دينار منها، وهذا بالطبع شكل أحد الصعوبات التي واجهت تمويل عجز الموازنة وأدى إلى خدمة أكبر للدين العام.

إلا أن الأعوام التالية وهي 2012 -2015، ونتيجة الظروف العالمية وارتفاع سعر الدولار أمام باقي العملات الأجنبية، فقد شهدت تراجع رصيد الدين الخارجي لهذه السنوات، وبلغ الأثر التراكمي(627) مليون دينار كانخفاض على رصيد الدين العام الخارجي.

وبشكل عام فإن تمويل عجز الموازنة واجه صعوبة في السنوات التي انخفض بها سعر صرف الدولار أمام العملات الأجنبية الأخرى، وهذه الصعوبة خارج إرادة وسيطرة الحكومة كونها مرتبطة بالأسواق الدولية، التي لا تملك تأثيرا فيها. هذا يستدعي تقديم توصية في نهاية الدراسة بأن يتم التفاوض مع كافة الجهات المقرضة بأن يكون الاقتراض بالدولار، طالما أن السياسة النقدية على المدى المنظور سوف تستمر باعتماد سعر صرف الدينار الأردني المربوط بالدولار.

الفصل الخامس

الاقتراض الداخلي والسيولة لدى الجهاز المصرفي للأعوام (2005-2015)

1-5 تمهيد

لقد بيّن الفصل الرابع من هذه الدراسة تزايد رصيد الدين العام الداخلي. وهذا مردّه إلى أن الأوراق المالية الحكومية تعتبر خالية من المخاطر وفقاً للمعايير المصرفية، ولا تتحمل البنوك عبئاً عند احتساب معدل كفاية رأس المال، وفقاً لتعليمات لجنة بازل. وبالتالي فإن عملية شراء سندات الحكومة تكون جاذبة أكثر للبنوك التجارية لتوظيف فائض السيولة لديها؛ مما قد يؤثر بشكل سلبي على توظيف هذه الأموال في الأوراق المالية الأخرى، وفي منح قروض استثمارية وإنمائية للقطاع الخاص، وبالتالي قد يكون لها آثار سلبية على الاستثمار الخاص. كما أن اللجوء للاقتراض الداخلي أدى إلى رفع أسعار الفائدة على أذونات وسندات الخزينة بشكل واضح خلال عامي (2012،2013).

لذا فإن دراسة العوامل المؤثرة في طلب البنوك على الأوراق المالية الحكومية أخذ يكتسب أهمية متزايدة عند رسم سياسة الحكومة فيما يخص الإقتراض الداخلي. فمعدلات تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية-السندات والأذونات-(Bid-to-cover Ratio)، الذي يمثل المبلغ المعروض من البنوك للشراء(Offered Amount) مقسوما على مبلغ الإصدار الفعلي(Issued Amount)-الذي سيتناوله الفصل السادس بالتفصيل لاحقا- كانت قد شهدت انخفاضا في سنوات سابقة، يشير إلى صعوبة واجهتها الحكومة الأردنية في تمويل عجز الموازنة، وخصوصا في عام 2012.

ورغم أنه قد يكون لدى البنوك المحلية رغبة في شراء الأوراق المالية الحكومية، إلا أن السيولة المتوفرة لديها، والأطر التنظيمية التي تحكمها(Regulations)، والفرصة البديلة لديها بمنح الائتمان للقطاع الخاص تعتبر محددات عليها. لذا جاء هذا الفصل لدراسة وتحليل الجوانب ذات العلاقة بين الاقتراض الداخلي، والسيولة لدى الجهاز المصرفي.

2-5 سوق الأوراق المالية الحكومية

إن عدم وجود سوق ثانوي للأوراق المالية الحكومية زاد من الصعوبات التي واجهت تمويل عجز الموازنة في الأردن. فالإصدارات من الأوراق المالية الحكومية يتم بيعها في السوق الأولي(Primary Market) من خلال مزادات يقوم بها البنك المركزي الأردني، وتشتريها البنوك التجارية المحلية والمؤسسات المالية والصناديق الاستثمارية. تقوم هذه الجهات بتحديد حجم الأذونات والسندات الذي ترغب بشرائها، وتسعير الفائدة عليها، وفقا للسياسات الاستثمارية

والائتمانية المعتمدة لدى هذه البنوك والمؤسسات والصناديق، أي أن هذه الجهات تتحكم بحجم الإصدارات وتسعير الأوراق المالية الحكومية.

إن طرح الأوراق المالية الحكومية للاكتتاب العام والتداول في السوق الثانوي (Secondary Market)، سيكون له تأثير إيجابي على إدارة المديونية، وكُلف تمويل عجز الموازنة العامة، فمن إيجابيات وجود سوق ثانوي للأوراق المالية الحكومية ما يلي:

1- سيكون هناك حجم أكبر من السيولة المتوافرة لشراء الأوراق المالية الحكومية، حيث لن تقتصر على البنوك التجارية المرخصة وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي وشركات التأمين، وإنما أيضا شركات الوساطة والمؤسسات المالية والاستثمارية الأخرى التي تتعامل بالسوق المالي، وبالتالي حرية أكبر في الإصدارات وفي التداول على الأوراق المالية الحكومية.

2- تكون فترات الاستحقاق أكبر؛ مما يسهل على الحكومة ترتيب التسديد في مواعيد مريحة تتناسب مع التدفقات النقدية لها.

3- كُلف أقل لخدمة الدين، وعدم الرضوخ للتسعير الذي تفرضه البنوك التجارية والصناديق والمؤسسات المالية.

4- إن إصدار الأوراق المالية الحكومية بالعُملة المحلية في السوق الثانوي المحلي يجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

5- أثر إيجابي على منحنى العائد (Yield Curve)؛ مما يجعل من تسعير الأوراق المالية الحكومية معياراً مرجعياً (Benchmark) لتسعير كافة الموجودات المالية الأخرى في السوق الثانوي، وبالتالي يؤدي إلى فاعلية أكبر للسوق.

3-5 تطور حجم الودائع لدى الجهاز المصرفي

تعتبر الودائع المصدر الرئيس لدى البنوك الذي من خلاله تقوم بنشاطها الإقراضي، وتوسيع محافظها الائتمانية سواء للقطاع العام (الحكومة)، أو للقطاع الخاص.

إن دراستنا لتطور حجم الودائع في الجهاز المصرفي له ارتباط وثيق بالاقتراض الداخلي، وفي تحليل سلوك البنوك تجاه الأوراق المالية الحكومية، ذلك أن نمو الودائع يؤثر في السيولة لدى البنوك ويلعب دورا في حجم الطلب على الأوراق المالية الحكومية، وفي معدلات تغطية المزادات، وفي أسعار الفائدة عليها.

لقد تطور حجم الودائع بشكل كبير خلال الأعوام 2005-2015. ففي عام 2015 بلغ إجمالي رصيد ودائع الجهاز المصرفي بالدينار الأردني والعملات الأجنبية (32598.5) مليون دينار، مقارنة مع(13119.3) مليون دينار في عام 2005، أي أن حجم الودائع ارتفع بمبلغ(19479.2) مليون دينار، وبنسبة (148%)، خلال الفترة التي شملتها الدراسة البالغة أحد عشر عاما.

على صعيد الودائع بالدينار الأردني فقد ارتفعت من (8364.4) مليون دينار في عام 2005 إلى (26014.5) مليون دينار في عام 2015، حيث بلغت الزيادة التراكمية (17650.1) مليون دينار، وبنسبة (211%)، وهذا يعكس الثقة التي تمتّع بها الدينار الأردني خلال هذه الفترة. أما الودائع بالعملات الأجنبية فقد ارتفعت من(4754.8) مليون دينار في عام 2005 إلى (6584) مليون دينار في عام 2015، حيث بلغت الزيادة التراكمية (1829.2) مليون دينار، وبنسبة (38.4%. والجدول رقم(26) يبين تطور حجم الودائع لدى الجهاز المصرفي للأعوام 2005-2015:

جدول رقم(26)
تطور حجم الودائع لدى الجهاز المصرفي للأعوام 2005-2015 (المبلغ بالمليون دينار)

البيان	الودائع بالدينار الأردني لدى الجهاز المصرفي	معدل نمو الودائع بالدينار الأردني لدى الجهاز المصرفي (%)	الودائع بالعملات الأجنبية لدى الجهاز المصرفي	معدل نمو في الودائع بالعملات الأجنبية لدى الجهاز المصرفي (%)	إجمالي الودائع (بالدينار والعملات الأجنبية)	معدل نمو إجمالي الودائع
2005	8364.4	%21.60	4754.8	%1.48	13119.3	%13.45
2006	9427.1	%12.71	5164.8	%8.62	14591.9	%11.22
2007	10618.0	%12.63	5370.1	%3.97	15988.1	%9.57
2008	13348.5	%25.72	4754.1	%11.47-	18102.6	%13.22
2009	15865.0	%18.85	4433.4	%6.75-	20298.4	%12.13
2010	17617.2	%11.04	4887.6	%10.24	22504.8	%10.87
2011	19119.1	%8.53	5258.8	%7.59	24377.9	%8.32
2012	17711.1	%7.36-	7258.6	%38.03	24969.7	%2.43
2013	21003.0	%18.59	6590.2	%9.21-	27593.2	%10.51
2014	24013.1	%14.33	6247.9	%5.19-	30261.0	%9.67
2015	26014.5	%8.33	6584.0	%5.38	32598.5	%7.72

المصدر: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني، أعداد مختلفة.

بشكل عام يلاحظ أن إجمالي الودائع استمر بالنمو على مدار الأعوام 2005-،2015 ولكن بنسب متفاوتة. إلا أننا إذا تعمقنا بنسب النمو لكل نوع من أنواع الودائع فإننا سنجد ما يلي:

- في عام 2005، بلغ معدل نمو اجمالي الودائع(13.45%)، وهو أعلى معدل خلال أعوام الدراسة، وهذا نتج عن نمو الودائع بالدينار الأردني بمعدل(21.60%). وبعد عام 2005 كانت أعلى معدلات النمو في الودائع بالدينار الأردني في عامي 2008 و 2009، حيث بلغت نسب النمو(25.72%)و(18.85%) على التوالي، رغم أن هذين العامين يمثلان ذروة الأزمة المالية العالمية. كما أنه في نفس هذين العامين كانت معدلات النمو سالبة في أرصدة ودائع العملات الأجنبية، وهذا يعكس الثقة الكبيرة بالدينار الأردني في ذلك الوقت.
- كانت معدلات نمو الودائع بالدينار الأردني موجبة باستثناء العام 2012، حيث انخفضت الودائع بنسبة (7.36%)، وفي نفس العام ارتفعت الودائع بالعملات الأجنبية بنسبة (38.03%)، وهي أعلى نسبة نمو تحققها خلال الفترة 2005-2015.

لدى البحث بأسباب تراجع رصيد الودائع بالدينار الأردني في عام 2012، تبين أنه بتاريخ 2012/10/18 كانت هناك مقابلة لرئيس الوزراء الأردني على التلفزيون الأردني، وقد أصدر تصريح خلالها تضمن أنه إمّا أن يتم رفع الأسعار- ويقصد هنا رفع الدعم عن المحروقات- أو انهيار الدينار الأردني، مشيراً إلى رفع الدعم عن بعض السلع الأساسية؛ كالمحروقات والكهرباء. وقد تبين لنا أن رصيد الودائع بالدينار الأردني في نهاية الشهر التاسع الذي سبق تاريخ المقابلة كان (18800.6) مليون دينار، وقد انخفض هذا الرصيد ليصبح رصيد الودائع بالدينار الأردني (17669.1)مليون دينار،وذلك في الشهر اللاحق لإجراء المقابلة أي في شهر 11 من عام 2012، أي أن إجمالي التراجع نتيجة هذه التصريحات بلغ(1131.5)مليون دينار.

لم يعد الرصيد إلى ما كان عليه قبل التصريحات إلا بعد شهر 2013/3، وفي نفس الوقت ارتفعت الودائع بالعملة الأجنبية؛ مما يؤشر إلى انتقال جزء كبير من المودعين إلى تفضيل الإيداع بالعملات الأجنبية نتيجة اهتزاز الثقة بالدينار بعد هذه التصريحات؛ فأدى ذلك إلى تغير في تركيبة الودائع خلال هذه الفترة لدى الجهاز المصرفي.

ووفق ماهو مبين في الجدول التالي رقم(27)، يلاحظ أنه نتيجة التصريحات آنفة الذكر فقد تراجعت الأهمية النسبية للودائع بالدينار الأردني وبشكل تدريجي، فقد كانت نسبة الودائع بالدينار الأردني تشكل مانسبته (73.5%) من إجمالي الودائع في شهر2012/9، وتراجعت هذه النسبة الى أن وصلت(70.7%) في شهر 2012/11. هذا يعني أنه أصبح لدى المودعين رغبة في إيداع مدخراتهم بالعملة الأجنبية، وبشكل أكبر من إيداعها بالعملة المحلية(الدينار الأردني)، ويضاف إلى ذلك تراجع في معدل نمو إجمالي الودائع، حيث أن الجدول السابق رقم(26) بيّن أن

معدل النمو في إجمالي الودائع في عام 2012 كان(2.43%)، في حين كان معدل النمو(8.32%) في عام 2011 و(10.51%) في العام اللاحق، أي عام 2013.

جدول رقم(27)

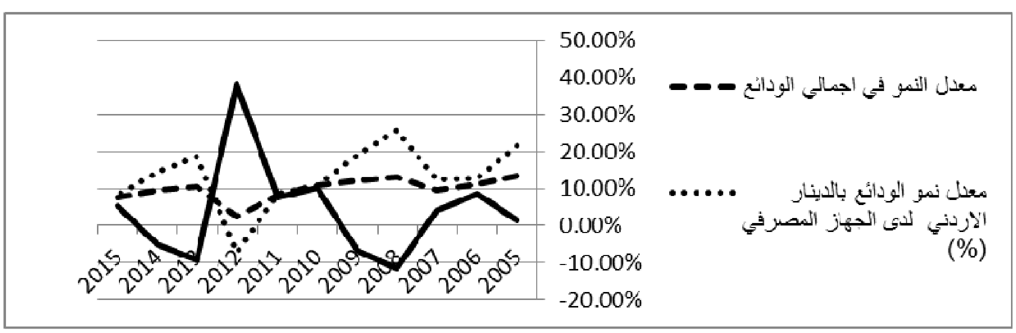
التغير في تركيبة الودائع من شهر2012/9-شهر2013/3 (بالمليون دينار)

الشهر	الودائع بالدينار الأردني	نسبة الودائع بالدينار من إجمالي الودائع	الودائع بالعملات الأجنبية	نسبة الودائع بالعملات الأجنبية لإجمالي الودائع	إجمالي الودائع(بالدينار والعملات الأجنبية)
2012/9	18800.6	%73.5	6767.8	%26.5	25568.4
2012/10	18766.4	%73.1	6899.5	%26.9	25665.9
2012/11	17669.1	%70.7	7329.4	%29.3	24998.5
2012/12	17711.1	%70.9	7258.6	%29.1	24969.7
2013/1	17973.7	%71.4	7205.6	%28.6	25179.3
2013/2	18288.9	%72.0	7110.6	%28	25399.5
2013/3	18652.2	%72.1	7206.4	%27.9	25858.6

المصدر: النشرة الإحصائية الشهرية ، البنك المركزي الأردني،أعداد مختلفة.

إن تصريح رئيس الوزراء في حينه لايستند إلى رأي اقتصادي علمي أو نظرية اقتصادية، فالإحتياطيات من الذهب والعملات الأجنبية لدى البنك المركزي الأردني في الشهر الذي سبق تصريحه كانت تعادل(6080)مليون دينار - وفقا للنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي، ويعتبر هذا المستوى من الاحتياطيات جيداً وآمناً من الناحية الاقتصادية، فهو يغطي مستوردات الأردن لما يزيد عن (4) شهور.

الشكل رقم (14) يبين نسب النمو في الودائع بالدينار والعملات الأجنبية للأعوام 2005-2015:



الشكل رقم (14): معدلات النمو بالودائع لدى الجهاز المصرفي 2005-2015.

ويلاحظ من الشكل السابق أن نسب النمو بإجمالي الودائع كانت موجبة، وبنسب متفاوتة في حين كانت معدلات النمو في الودائع بالدينار الأردني موجبة، وبنسب متفاوتة، باستثناء العام

2012، الذي أصبحت به نسبة النمو سالبة نتيجة التصريح الذي صدر عن رئيس الوزراء وفق ماتم بيانه سابقاً، أما نسب النمو في الودائع بالعملات الأجنبية فقد شهدت نمو سالباً في الأعوام 2008 و2009 و2013 و2014.

4-5 الديون على القطاع العام والائتمان المحلي الممنوح من الجهاز المصرفي

إن أي اقتراض محلي إضافي من قبل الحكومة يعني أن البنوك المحلية أصبح لديها مبالغ أقل يمكن إقراضها للقطاع الخاص، وبالتالي مزاحمة القطاع الخاص على الأرصدة القابلة للإقراض؛ مما يؤثر على الاستثمار الخاص. والمزاحمة تأتي من خلال قيام البنوك برفع أسعار الفائدة، سواء على الائتمان الممنوح للقطاع العام أو للقطاع الخاص، وبالتالي رفع كلفة التمويل (وهي جزء من الكُلف التشغيلية الكلية على القطاع الخاص)؛ مما قد يؤثر على تنافسيته.

لدى دراسة وتحليل أرصدة الائتمان المحلي الممنوح من الجهاز المصرفي في الأردن وفقاً لنوع الائتمان خلال سنوات الدراسة، وحسبما هو وارد في الجدول التالي رقم(28):

جدول رقم (28)

الائتمان المحلي الممنوح من الجهاز المصرفي وفقاً لنوع الائتمان (لأقرب مليون دينار)

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
-رصيد الائتمان المحلي من الجهاز المصرفي	10415	12492	14684	18130	19085	20389	23546	27030	29320	30038	31223
نسبة النمو	%28.7	%19.9	%17.5	%23.5	%5.2	%6.8	%15.5	%14.8	%8.5	%2.4	%3.9
-الديون على القطاع العام*	2746	2946	3681	5596	6392	6776	8621	11076	12097	12185	12518
الأهمية النسبية	%26.4	%23.6	%25.1	%30.9	%33.5	%33.2	%36.6	%41.0	%41.3	%40.6	%40.1
نسبة النمو	%24.4	%7.3	%24.9	%52.0	%14.2	%6.0	%27.2	%28.5	%9.2	%1.0	%2.7
-الديون على القطاع الخاص (مقيم)**	7669	9546	11003	12534	12693	13613	14925	15954	17223	17853	18705
الأهمية النسبية	%73.6	%76.4	%74.9	%69.1	%66.5	%66.8	%63.4	%59.0	%58.7	%59.4	%59.9
نسبة النمو	%30.3	%24.5	%15.3	%13.9	%1.3	%7.2	%9.6	%6.9	%8.0	%3.7	%4.8

*: أن الائتمان الممنوح للحكومة وفقا لنشرة البنك المركزي الأردني يظهر بأقل من رصيد الدين العام الداخلي كونه لا يشمل الأوراق المالية الحكومية لدى كل من البنك المركزي والمؤسسات المالية الأخرى، كصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي والأوراق المالية الحكومية لدى الفروع الخارجية للبنوك، كما أنه لم يتم طرح الودائع الحكومية من رصيد الائتمان الممنوح للقطاع العام (حكومة مركزية ومؤسسات مستقلة).

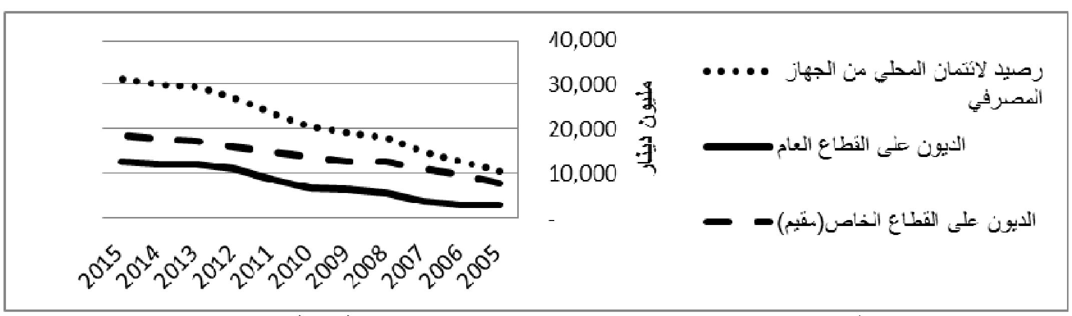
**: لا تشمل الديون على القطاع الخاص(مقيم) الديون الممنوحة لمؤسسات مالية.

المصدر: النشرات الإحصائية الشهرية للبنك المركزي.

فقد تبين أن أرصدة الديون على القطاع العام لدى الجهاز المصرفي قد إزدادت بشكل كبير خلال سنوات الدراسة، ويعود ذلك إلى اتجاه الحكومة إلى الاقتراض الداخلي من جهة، ورغبة

البنوك في شراء الأوراق المالية الحكومية من جهة أخرى. هذه الرغبة كانت مدعومة بالعوائد المرتفعة التي أخذت البنوك المحلية تتقاضاها على الأوراق المالية الحكومية، وحسبما سيتم تحليله في البند اللاحق من هذا الفصل. وأيضا تناسب استحقاقات هذه الأوراق مع السيولة المتوفرة لديها، فالأذونات مدتها أقل من سنة، وسندات الخزينة غالبا لا تتجاوز آجال استحقاقها خمس سنوات. علاوة على أن الأوراق المالية الحكومية تعتبر وفق تعليمات تصنيف التسهيلات خالية المخاطر، ولا تدخل في احتساب نسب التركزات الائتمانية، ولا تُشكل عبئا على معدل كفاية رأس المال في القطاع المصرفي.

فمن خلال الجدول السابق رقم(28)، يلاحظ أن الديون على القطاع العام لدى الجهاز المصرفي كانت(2746) مليون دينار في عام 2005، وشكلت ما نسبته (26.4%)من إجمالي الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المصرفي. وتراجعت هذه النسبة خلال عامي 2006و2007 إلى (23.6%، 25.1%). وفي عام 2008 قفزت هذه النسبة إلى (30.9%)، وهو بداية توجه الحكومة نحو التوسع بالاقتراض الداخلي بعد سداد ديون نادي باريس وفق ما تطرقنا له سابقا. ثم شهدت الأعوام 2009 فما بعد استمرار ازدياد حصة القطاع العام من الائتمان المحلي الممنوح من الجهاز المصرفي، حتى زادت هذه النسبة عن (40%) للأعوام2012-2015. فقد وصلت (41.0%41.3,%) في عامي 2012 و2013 على التوالي. والشكل رقم(15) يبين اتجاه الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المصرفي، ويظهر فيه ازدياد الأهمية النسبية للديون على القطاع العام.

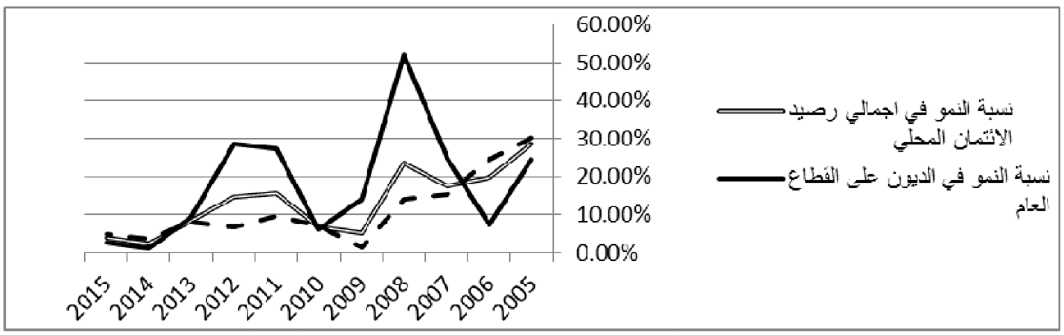


الشكل رقم (15): الائتمان المحلي الممنوح من الجهاز المصرفي وفقا لنوع الائتمان.

إن ازدياد حصة القطاع العام من الائتمان المحلي الممنوح من الجهاز المصرفي جاءت كمحصلة لتوجه الحكومة نحو الاقتراض المحلي، وخصوصا في السنوات الخمس الأخيرة، والتي شهدت صعوبات في الاقتراض الخارجي لتمويل عجز الموازنة، والذي كان سببه الرئيس تراجع التصنيف الإئتماني للأردن. ويلاحظ من الجدول رقم(28) أن النمو في الديون على القطاع العام

لدى الجهاز المصرفي كانت أكبر بكثير من النمو في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، مما يشير إلى وجود مزاحمة للقطاع الخاص أنتجته السياسات الحكومية في التوسع بالاقتراض الداخلي.

فبعد أن كان النمو في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في عامي 2005و2006 أكبر منه في الائتمان الممنوح للقطاع العام. إلا أنه في عامي 2007 و2008 تبدل الوضع، وأصبح النمو في الائتمان للقطاع العام (24.9% ,52%)، مقارنة مع نسب نمو (15.3%، 13.9%)في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص خلال هذين العامين على التوالي. وهذا تكرر أيضا خلال الأعوام 2011و2012و2013.



الشكل رقم (16): نسب النمو في الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي وفقا لنوع الائتمان

يبين الشكل السابق رقم (16) اتجاه نسب النمو في الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي وفقا لنوع الائتمان، والذي يظهر فيه أنه في أغلب سنوات الدراسة كانت نسب النمو في الائتمان الممنوح للقطاع العام أعلى منها للقطاع الخاص، وخصوصا في الأعوام 2011-2013.

5-5 الاقتراض الداخلي والسيولة الفائضة في البنوك

اضطلعت البنوك المحلية بدور كبير في تمويل عجز الموازنة والدين العام الداخلي في الأردن. وبالطبع فإن شراء الأوراق المالية الحكومية يعتمد بشكل أساسي على توافر السيولة لدى البنوك والمؤسسات المالية، فالسيولة الفائضة تحتسب من خلال ميزانية البنك المركزي الأردني، وتتكون من كل مما يلي:

1- ودائع بفوائد للبنوك المرخصة، وهي تلك السيولة غير المُستغلة من قبل البنوك، حيث يتم إيداعها في البنك المركزي لليلة واحدة أو أكثر من خلال نافذة الإيداع، للحصول على فوائد عليها.
2- الاحتياطي الفائض لدى البنوك الإسلامية.

لدى دراسة وتحليل السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي، وهيكل أسعار الفوائد، وحسبما هو مبين في الجدول التالي رقم(29) التالي:

جدول رقم (29)

السيولة الفائضة وهيكل أسعار الفوائد لدى البنوك (2005-2015) **(لأقرب مليون دينار)**

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الاحتياطي الفائض(للبنوك الإسلامية)	472	470	469	345	696	820	932	565	743	1408	1564
ودائع بفوائد(نافذة الإيداع)	342	24	203	1048	3996	4090	2979	1775	3212	3418	2957
المجموع (السيولة الفائضة)	814	494	672	1393	4692	4910	3911	2340	3955	4826	4521
التغير السنوي في رصيد الديون على القطاع العام	539	200	735	1915	796	384	1845	2455	1021	88	1333
الأذونات والسندات الحكومية للبنك المركزي على الحكومة	272	284	274	1072	1013	912	907	1736	1313	848	668
سعر الإقراض لأفضل العملاء(PLR)%	7.0	7.5	8.15	8.45	8.34	8.2	8.22	8.68	8.85	8.72	8.37
سعر الفائدة على أذونات الخزينة%	6.55	6.734	6.182	5.624	3.780	3.087	3.776	6.750	4.280	3.450	-
سعر الفائدة على سندات الخزينة%*	8.82	7.658	7.296	6.908	5.010	4.394	6.081	8.600	5.237	4.240	3.362

*: علما أن سعر الفائدة على سندات الخزينة تمثل أسعار الفائدة الموحدة على آخر إصدار من كل سنة، وبمعنى آخر أن هناك إصدارات خلال السنة، قد تكون أسعارها أعلى من الأسعار الواردة في الجدول. وهذا ماتم بيان تفصيلاته في الفصل السادس من هذه الدراسة.

المصدر: النشرات الإحصائية الشهرية البنك المركزي الأردني، أعداد مختلفة.

بشكل عام يلاحظ من الجدول السابق وجود ارتباط بين التغيّر بالسيولة الفائضة وبين أسعار الفائدة على أذونات وسندات الخزينة. ففي معظم سنوات الدراسة يلاحظ أنه إذا ارتفعت السيولة الفائضة لدى البنوك المحلية، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على أذونات وسندات الخزينة، وإذا انخفضت السيولة الفائضة مقارنة بالعام السابق، فإن ذلك يرفع من أسعار الفائدة على أذونات وسندات الخزينة.

ونظرا لعدم قيام وزارة المالية بنشر خطتها من إصدارات الدين العام لسنة قادمة، فإن تأثير السيولة لدى البنوك يكون بنفس العام. إن المزادات على الأوراق المالية الحكومية تتم وفق ما يستجد من احتياجات تمويلية، وفي ظل عدم وجود خطة مسبقة معلن عنها، فذلك يؤثر في سلوك البنوك عند دخولها في هذه المزادات، حيث لا تكون تملك معلومات عن قيمة كل إصدار من الإصدارات واستحقاقاتها قبل وقت كافي من عملية طرح الأوراق في المزاد.

وكون الأوراق المالية الحكومية لا تدخل في حدود التركزات الائتمانية المسموح بها، فإن قيد السيولة يبقى القيد الأساسي في سلوك البنوك تجاه حجم الأوراق المالية الحكومية، التي يمكن أن تحتفظ بها.

فعندما بدأت السيولة الفائضة بالارتفاع في الأعوام 2007-2010، أخذت أسعار الفوائد على كل من أذونات وسندات الخزينة بالتراجع. فبعد أن كان سعر الفائدة على أذونات الخزينة (6.734%) في عام 2006، ونتيجة ازدياد السيولة الفائضة لدى البنوك، والناجمة عن ارتفاع ودائع البنوك، فقد انخفض سعر الفائدة على أذونات الخزينة ليصل إلى (3.087%) في عام 2010. أي أنه تراجع بما يزيد عن نصف ما كان عليه.

وعلى الجانب الآخر يلاحظ تدخل البنك المركزي الأردني من خلال عمليات السوق المفتوحة خلال الأعوام 2008 و2009، وهذا واضح من خلال السندات الحكومية التي أصبحت بحوزته خلال هذين العامين، التي وصلت (1072 ,1013) مليون دينار على التوالي. وقد ترافق هذا مع ازدياد ديون الجهاز المصرفي على القطاع العام، حيث ارتفعت بشكل كبير في عام 2008، فبلغت الزيادة خلال هذا العام 1915 مليون دينار. والملاحظ أنه مع ارتفاع السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي في الأعوام 2007-2010، إلا أن الانخفاض كان محدوداً في سعر فائدة الإقراض الرئيسي(PLR)، ووفق ما هو مبين في الجدول رقم(29)السابق.

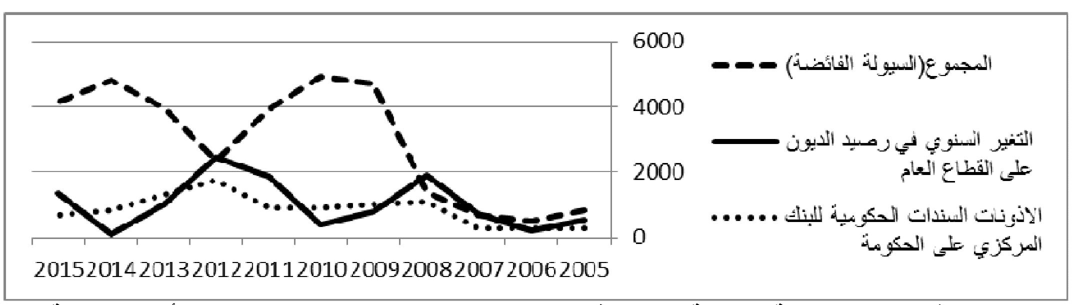
في عامي 2011 و2012 بلغ التراجع السنوي في السيولة الفائضة لدى البنوك المحلية (999 , 1571) مليون دينار، وبنسبة انخفاض (20.3%، 40.2%) على التوالي، وهذا ناتج عن النمو الكبير في حجم الإصدارات من أذونات وسندات الخزينة، حيث بلغ حجم النمو السنوي في رصيد الديون على القطاع العام خلال هذين العامين (1845, 2455) مليون دينار على التوالي. كما أن تراجع معدل النمو في الودائع بالدينار الأردني في عام 2012 - ووفقاً لما تطرقنا له سابقاً في جزء سابق من هذا الفصل- كان له أيضا دورا كبيراً في تراجع السيولة الفائضة، وقد ترافق مع هذه التغيرات اللافتة في عامي 2011و2012ما يلي:

- ارتفع سعر الفائدة على أذونات الخزينة ليصبح (3.776%) في عام 2011، ونتيجة الانخفاض الكبير في السيولة الفائضة في عام 2012، فقد ارتفع سعر الفائدة على أذونات الخزينة بشكل كبير حيث أصبح (6.750%)، ويلاحظ أن سعر الفائدة على أذونات الخزينة في عام 2012 زاد عن ضعفي ما كان عليه في عام 2010.

- ارتفع سعر الفائدة على سندات الخزينة بشكل كبيرليصبح (6.081%، 8.600%)في عامي 2011 ،2012 على التوالي، مقارنة مع (4.394%) في عام 2010، وقد بلغ سعر الفائدة على أذونات الخزينة في عام 2012 ما يقارب ضعفي ما كان عليه في عام 2010.

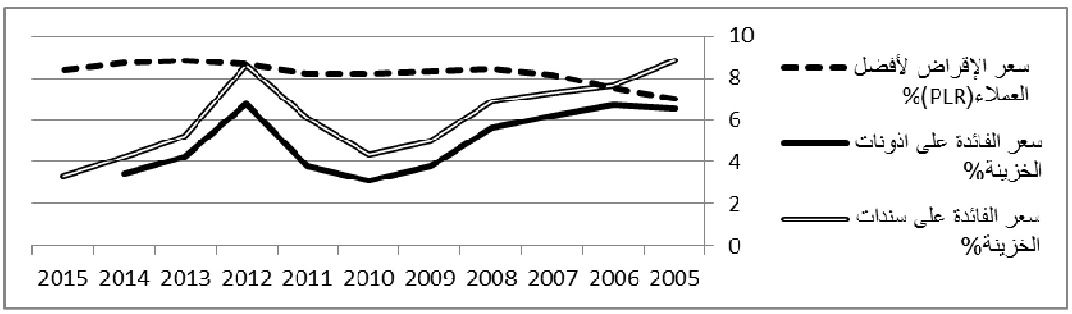
- ارتفع سعر فائدة الإقراض لأفضل العملاء (PLR)، الذي يتم فيه الإقراض من قبل البنوك المحلية لعملائها المُفضلين في القطاع الخاص بشكل كبير خلال عام 2012، حيث قفز خلال عام واحد بما يقارب (0.5%). كما أصبح سعر الفائدة على سندات الخزينة في عام 2012 تقريبا مساوي سعرال(PLR). وهذا يؤشر بشكل كبير إلى أثر المزاحمة (Crowding out).
- تدخل البنك المركزي في عام 2012، وحسب ما ورد في التقرير السنوي لعام 2012 الصادر عنه من خلال عمليات السوق المفتوحة، من خلال عقد أربعة مزادات لشراء أوراق مالية حكومية بقيمة(550.3) مليون دينار، لضخ السيولة في البنوك المحلية. يتضح هذا من الجدول رقم(28)، حيث بلغ رصيد السندات الحكومية لدى لبنك المركزي (1736) مليون دينار، وبزيادة بلغت(829) مليون دينار عما كان عليه في عام 2011، وهذا ناتج عن التراجع الحادّ، وبنسبة (40.2%) في السيولة الفائضة لدى البنوك المحلية.
- الارتفاع بأسعار الفائدة على أذونات وسندات الخزينة انعكس على زيادة حجم خدمة الدين العام الداخلي من الفوائد، وهذا ما سبق وتم بيانه في الفصل السابق.
- انخفضت معدلات التغطية أو طلب البنوك على الأوراق المالية الحكومية، ووفق ما سيتم تحليله لاحقا في الفصل القادم.

أما خلال الأعوام 2013 و2014 و2015، فقد ارتفعت أرصدة السيولة الفائضة لدى البنوك عمّا كانت عليه في عام2012. هذا أدى إلى انخفاض تدريجي في أسعار الفوائد على أذونات وسندات الخزينة، وهو ناتج عن تراجع قيمة التغير السنوي في الديون على القطاع العام، ونتيجة توجه الحكومة للاقتراض الخارجي. حيث تم إصدار سندات يورو بوندز في الأسواق الدولية لتخفيض الضغط على السيولة في الجهاز المصرفي، وكون كلفة الاقتراض الداخلي أخذت بالارتفاع. كما أن صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي أخذ يزيد من رصيد محفظته من الأوراق المالية الحكومية، وهذا أدى إلى تخفيف الضغط على السيولة الفائضة لدى البنوك المحلية.



الشكل رقم (17): السيولة الفائضة والتغير في رصيد الديون على القطاع العام ورصيد الأوراق المالية الحكومية.

الشكل رقم (17) أعلاه يبين اتجاه السيولة الفائضة والتغير في ديون الجهاز المصرفي على القطاع العام والأذونات والسندات لدى البنك المركزي على الحكومة. ويلاحظ أن السيولة الفائضة كانت ترتفع عندما يكون التغير السنوي في رصيد الديون على القطاع العام قليلا أو بنسبة نمو منخفضة خلال 2007-2010. ثم انخفضت السيولة الفائضة بشكل حاد في عامي2011 و2012، نتيجة ارتفاع رصيد الديون على القطاع العام تصاحبت مع قيام البنك المركزي بزيادة محفظته من الأوراق المالية الحكومية. بعد ذلك عادت السيولة الفائضة لترتفع في الأعوام2013-2015، نتيجة عودة التغير في رصيد الديون على القطاع العام للتراجع، وصاحب ذلك أيضا انخفاض في رصيد محفظة البنك المركزي من الأوراق المالية الحكومية. ويعود السبب الرئيس لذلك إلى قيام الحكومة بتغيير نهجها في الاقتراض من خلال زيادة رصيد الدين العام الخارجي من خلال طرح سندات اليوروبوندز.



الشكل رقم (18): أسعار الفوائد على أذونات وسندات الخزينة وسعر الإقراض(PLR) لدى الجهاز المصرفي.

يبين الشكل رقم(18)أعلاه اتجاه أسعار الفائدة التي ارتبطت بالتغيرات المذكورة أعلاه، وهي أسعار الفوائد على أذونات وسندات الخزينة، وسعر الإقراض(PLR)لدى الجهاز المصرفي. حيث يلاحظ أن اتجاه أسعار الفائدة على الأوراق المالية الحكومية(السندات والأذونات)ارتفع بشكل كبير خلال عام 2012. وقد ارتبط هذا التغير برصيد السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي، التي انخفضت بشكل حاد في هذا العام والعام الذي سبقه. وقد أثر ذلك في سلوك البنوك من خلال قيامها برفع أسعار الفوائد على الأذونات والسندات الحكومية، وفي نفس الوقت تم رفع سعر فائدة الإقراض لعملاء القطاع الخاص (PLR)؛ مما قد يشير إلى وجود أثر المزاحمة(Crowding out).

6-5 تركيبة السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي للأعوام(2005-2015)

يهدف تحليل تركيبة السيولة الفائضة في الجهاز المصرفي إلى التعرف على تطور هذه السيولة، ومجالات استغلالها. فالأهمية النسبية التي تم احتسابها تساوي نسبة كل من الاحتياطيات

الفائضة لدى البنوك الإسلامية أوالتجارية إلى إجمالي السيولة الفائضة اعتمادا على البيانات التي وردت في الجدول السابق رقم (29).

يبين الجدول التالي رقم(30) كل من نسبة النمو السنوي لكل نوع من الاحتياطيات والتغير بتركيبة السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي:

جدول رقم(30)

التغير بتركيبة السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي(%)

البيان/السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نسبة نمو الاحتياطي الفائض للبنوك الإسلامية(%)	-	-	-	26-	102	18	14	39-	32	90	11
الأهمية النسبية للاحتياطي الفائض للبنوك الإسلامية(%)	58	95	70	25	15	17	24	24	19	29	38
نسبة نموالاحتياطيات الفائضة للبنوك التجارية(ودائع بفوائد لدى البنك المركزي)(%)	-	93-	746	416	281	2	27-	40-	81	6	25-
الأهمية النسبية للاحتياطيات الفائضة للبنوك التجارية(ودائع بفوائد لدى البنك المركزي)(%)	42	5	30	75	85	83	76	76	81	71	62

من الجدول أعلاه يلاحظ مايلي:

- كانت الأهمية النسبية للاحتياطيات الفائضة(الودائع بفوائد) للبنوك التجاربة منخفضة في عامي 2005 و2006، ولكن نموها في الأعوام2007-2009 بنسب مرتفعة أدى إلى تغير أهميتها النسبية من جهة، كما وأصبحت أرصدتها مرتفعة من جهة أخرى، وهذا سهّل على الحكومة التوسع بالاقتراض الداخلي بدءا من عام 2008. وقد سبق وتناولنا جانب التغير في تركيبة الدين العام في الفصل الرابع من الدراسة.
- نمت السيولة لدى البنوك الإسلامية بنسب متفاوتة خلال أعوام الدراسة، فكانت أعلى نسبة نمو في عام 2009 ، حيث بلغت(102%)، ثم في عام 2014 ، وكانت نسبة النمو(90%)، في حين كانت نسبة النمو بالسالب في عامي2008 و2012، حيث بلغت (-26%،-39%) على التوالي.

- كانت الأهمية النسبية للسيولة الفائضة لدى البنوك الإسلامية مرتفعة في الأعوام 2005-2007، ثم تراجعت في الأعوام 2008-2013، وعادت وارتفعت في الأعوام2014-2015. ورغم أن أهميتها النسبية بقيت أقل منها للاحتياطيات الفائضة(الودائع بفوائد) لدى البنوك التجارية، إلا أن أرصدتها كانت مرتفعة، حيث بلغ رصيدها (1408)و(1564)مليون دينار على التوالي في عامي2014و2015. ومثل هذه الاحتياطيات من الأهمية بمكان استغلالها، بدلا من بقائها معطلة، مما استدعانا لوضع توصية في هذه الدراسة بضرورة توجه الحكومة نحو إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل المشاريع الإنمائية. فهذا يخفف الضغط على السيولة المتوفرة لدى البنوك التجارية، ويقلل من الصعوبات التي تواجه تمويل عجز الموازنة، ويوفر التمويل بآجال أطول منها في سندات وأذونات الخزينة، خصوصا أن أحد إشكاليات التمويل كانت قصر مدد وآجال الاقتراض الداخلي.

الفصل السادس

صعوبة الاقتراض الحكومي الداخلي من الجهاز المصرفي

للأعوام (2005-2015)

1-6 تمهيد

كان الاعتقاد سابقا أن اقتراض الحكومة من السوق المحلي (الاقتراض الداخلي) لا يواجه صعوبات، وأن الحكومة تستطيع أن تقترض ما تحتاجه في أي وقت تشاء وبأي حجم تريده، مع أخذها بعين الاعتبار لأثر المزاحمة (Crowding-out). لم نستطع أن نجد في الأدبيات الاقتصادية والدراسات ما يشير إلى التطرق لظاهرة صعوبة الاقتراض الداخلي، والعوامل التي تلعب دورا فيها، فمن خلال بحثنا في الدراسات السابقة، وجدنا أن معظم الدراسات تناولت ظاهرة الدين العام، وتمويل عجز الموازنة، وأثرها على المتغيرات الاقتصادية.

فقد واجهت الحكومة صعوبات في الحصول على قروض داخلية لتمويل عجز الموازنة، وظهر ذلك جلياً في عام 2012، لذا يتناول هذا الفصل من الدراسة تحليل بعض الجوانب المتعلقة بظاهرة صعوبة الاقتراض الداخلي في الأردن. فهذا الفصل يتناول التعريف الإجرائي لصعوبة الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة، حيث اعتمدت هذه الدراسة معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية (Bid-to-Cover Ratio) كمؤشر على صعوبة الاقتراض الداخلي.

كما يعرض هذا الفصل تحليل مُفصل لمعدلات تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية، من خلال تحليل معدلات تغطية مزادات الأذونات والسندات معا ، ومن خلال تحليل كل نوع على حده. وسيتم تحديد وتحليل المتغيرات ذات العلاقة بمعدلات تغطية المزادات، كسعر الفائدة على الإصدارات الحكومية من الأذونات والسندات، والاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية، و التغير في حجم الودائع لدى الجهاز المصرفي.

2-6 تعريف مؤشر صعوبة الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة

في هذه الدراسة تم إعتماد معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية (Bid-to-Cover Ratio)على أنه المؤشر الدّال على صعوبة الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة. حيث أن "**معدل التغطية** " يساوي:

$$\frac{\text{حجم طلب البنوك على السندات والأذونات (Offered Amount) خلال فترة محددة}}{\text{الإصدار الفعلي من السندات والأذونات (Issued Amount) خلال نفس الفترة}}$$

فمعدل التغطية لمزادات الأوراق المالية الحكومية يمثل رغبة البنوك وقدرتها على تغطية المزادات، من خلال قيامها بشراء ما يتم طرحه من أوراق مالية حكومية من قبل البنك المركزي الأردني لصالح الحكومة في مزادات الأوراق المالية الحكومية (Auctions). فهو يقيس قيمة طلبات شراء الأذونات والسندات (Offered Amount) منسوبا إلى قيمة الإصدارات الفعلية أو المقبولة (Issued Amount)(نشرات الدين العام، وزارة المالية 2005-2015).

إن معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية(Bid-to-Cover Ratio) يعتبر مؤشراً على مدى نجاح مزادات الأوراق المالية الحكومية (https://en.wikipedia.org)، لذا تم إختياره في هذه الدراسة كمؤشر لصعوبة الإقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة. فكلما كان هذا المعدل مرتفعا، فإنه يدل على قوة الطلب على الأوراق المالية الحكومية. أي كلما زاد حجم المبلغ المعروض من البنوك والمؤسسات المالية لشراء الأوراق المالية التي تعرضها الحكومة في المزادات، فإن هذا يعني زيادة معدل التغطية. كما أن ضعف رغبة البنوك في تغطية حجم الإصدارات التي تقوم الحكومة بطرحها، أو بمعنى آخر ضعف إقبال هذه البنوك على شراء الأوراق المالية الحكومية، فإن ذلك يعكس الصعوبة التي قد تواجهها الحكومة في تمويل عجز الموازنة. فكلما ازداد إقبال البنوك على الشراء فإن هذا يرفع معدل تغطية المزادات؛ مما يعني سهولة في حصول الحكومة على التمويل، أما إذا انخفض إقبال البنوك على شراء الأوراق المالية الحكومية، فينخفض معدل تغطية المزادات، وهذا مؤشر على صعوبة الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة.

وحتى يتم إعطاء صورة أوضح عن معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية، فإن إجراءات إصدار أذونات وسندات الخزينة تتم وفقاً لمايلي:

- تقوم وزارة المالية من خلال مديرية الدين العام بإعداد التوقعات الشهرية للسحوبات وخدمة الدين من الأقساط والفوائد، وفقا لاحتياجات الوزارة لتمويل عجز الموازنة أولا بأول. حيث تُستخدم الإصدارات من الأوراق المالية الحكومية(إصدارات الدين الداخلي) لغرضين رئيسيين، أولهما: تمويل عجز الموازنة، والذي يمثل حاجة الحكومة لتغطية النفقات المترتبة عليها بعد طرح الإيرادات (إيرادات محلية، ومنح ومساعدات، والمسحوبات من القروض الخارجية المتعاقد عليها مسبقا)، وثانيهما: إطفاء جزء من استحقاقات الدين الداخلي وفوائده.
- يقوم البنك المركزي، وبناء على طلب من وزارة المالية، بطرح أذونات وسندات الخزينة بالمزاد (Auctions)على البنوك المحلية وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي والمؤسسات المالية الأخرى بالسوق الأولي(Primary Market)، ويُسمى هذا **"مبلغ المزاد"**

(Auction Amount)وهو يمثل القيمة الإجمالية لمجموع الأوراق المالية الحكومية المُراد إصدارها خلال فترة معينة، وبقيم وتواريخ استحقاق مختلفة.

- تَعرض البنوك، وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، والمؤسسات المالية الأخرى(offer)، على البنك المركزي ما ترغب بشرائه من هذه الأذونات أوالسندات، وفقاً لسياستها الائتمانية والاستثمارية وإدارة الموجودات والمطلوبات المعتمدة لديها. ويسمى هذا **"المبلغ المعروض"**(Offered Amount) من البنوك، وهو يمثل فعليا **حجم طلب** هذه الجهات على الأوراق المالية الحكومية، حيث تقوم البنوك وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي والمؤسسات المالية بتسعير هذه الأوراق وفقاً لآلية معتمدة لديها. ويعتمد التسعير بشكل رئيس على السيولة المتوفرة لديها، وقيمة وتاريخ استحقاق الورقة المالية، وسعر الإقراض للقطاع الخاص(PLR). فكلما زادت قيمة الورقة المالية الواحدة وزادت مدة استحقاقها، فإن ذلك يرفع سعر الفائدة عليها، فنجد أن أسعار الفائدة على أذونات الخزينة التي تستحق خلال سنة، أقل من أسعار الفائدة على سندات الخزينة متوسطة وطويلة الأجل. كما أن معدلات التغطية غالبا ما تكون أعلى في حالة الأذونات منها في حالة السندات، وذلك لأن البنوك تكون في حالة تأكد من السيولة المتوفرة لديها في المدى القصير أكثر من المدى المتوسط والطويل.
- يقوم البنك المركزي نيابة عن الخزينة/وزارة المالية بإصدار الأوراق المالية التي قامت البنوك والمؤسسات المالية بالتقدم لشرائها، ويسمى هذا **"مبلغ الإصدار**(Issued Amount).
- عند قسمة المبلغ الذي عرضت البنوك شراءه (Offered)على قيمة الإصدار الفعلي(Issued) ولكل إصدار على حده، فإن ذلك هو معدل تغطية الإصدار(Bid-to-Cover Ratio)، وهويعكس مدى رغبة وقدرة البنوك في امتلاك هذه الورقة المالية. وهو يعبّر عن صعوبة تمويل عجز الموازنة. فكلما ازداد إقبال البنوك على الشراء، فإن هذا يعني زيادة معدل تغطية المزاد، وسهولة في الحصول على التمويل، أما إذا انخفض إقبال البنوك على شراء الأوراق المالية الحكومية، فإن ذلك يعني انخفاض معدل التغطية، وبالتالي صعوبة في الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة.

3-6 نتائج المزاد على الأوراق المالية الحكومية (الاقتراض الداخلي)

للتعرف على التغيرات التي كانت قد حصلت على معدلات تغطية الأوراق المالية الحكومية، وعلى أسعار الفائدة على الإصدارات من هذه الأوراق، فقد قمنا بدراسة وتحليل نتائج المزادات على الأوراق المالية الحكومية السنوية (إصدارات الدين الداخلي) الواردة في نشرات

الدين العام الصادرة عن مديرية الدين العام في وزارة المالية. وحسب ما هو وارد في الجدول التالي رقم(31):

جدول رقم(31)

نتائج المزادات على الأوراق المالية الحكومية – سنوياً (لأقرب مليون دينار)

	البيان /الفترة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نتائج المزاد على أذونات الخزينة	حجم الإصدار	1100	600	800	1516	2759	1699	1664	1505	515	650	125
	المبلغ المعروض(حجم الطلب)	1885	1235	1525	2549	7230	3656	2878	1795	778	1281	368
	معدل التغطية	1.7	2.1	1.9	1.7	2.6	2.2	1.7	1.2	1.5	1.9	2.9
	أقل معدل تغطية	1.2	1.4	1	1.2	1.3	1.3	0.6	1	1	1.2	2.8
	أعلى معدل تغطية	2.6	2.8	3.4	2.6	5.1	3.1	3.1	2.2	2.9	4.3	3.0
	أقل سعر فائدة مرجح%	3.600	6.606	5.719	5.616	2.804	2.088	2.211	3.433	4.28	3.257	2.213
	أعلى سعر فائدة مرجح%	7.350	7.190	7.018	7.490	4.253	3.087	4.148	6.905	6.75	3.85	2.750
	حجم الإصدار	500	550	543	1365	1654	2766	2533	4308	4325	5285	3475
	المبلغ المعروض(حجم الطلب)	787	986	858	2233	4197	6610	5030	5278	8042	8779	7544
	معدل التغطية	1.6	1.8	1.6	1.6	2.5	2.4	2	1.2	1.9	1.7	2.2
	أقل معدل تغطية	1.2	1.1	1	1	1.8	1.1	0.9	1	1	1.1	1.1
	أعلى معدل تغطية	1.9	2.3	2.1	2.3	3.8	3.4	3.2	3.0	4.1	3.1	3.8
	أقل سعر فائدة مرجح%	6.220	7.26	7.139	6.908	4.697	3.103	3.937	6.114	4.956	3.772	2.409
	أعلى سعر فائدة مرجح%	8.820	8.36	7.954	8.090	6.855	5.887	6.983	8.600	8.600	6.363	5.398
المجموع(سندات وأذونات)	إجمالي حجم الإصدارات	1600	1150	1343	2881	4413	4465	4197	5813	4840	5935	3600
	إجمالي المعروض(حجم الطلب)	2672	2221	2383	4782	11427	10265	7908	7073	8820	10060	7912
	معدل التغطية	1.7	1.9	1.8	1.7	2.6	2.3	1.9	1.2	1.8	1.7	2.2

المصدر :نشرات الدين العام-مديرية الدين العام،وزارة المالية، أعداد مختلفة.

حيث تبين من الجدول أعلاه ما يلي:

- في عام 2005 بلغ إجمالي حجم الإصدارات من الأذونات والسندات(1600)مليون دينار، وقد كان إجمالي حجم المعروض(2672) مليون دينار، حيث بلغ معدل التغطية(1.7)، وقد كانت أغلب الإصدارات ضمن أذونات الخزينة-قصيرة الأجل، وبمبلغ(1100) مليون دينار، والمتبقي البالغ (500)مليون دينار تم إصداره كسندات خزينة. وفي عام 2006 انخفض حجم الإصدارات إلى (1150)مليون، وقد بلغ معدل التغطية لإجمالي الإصدارات(1.9)، حيث

بلغت الإصدارات من أذونات الخزينة(600) مليون دينار، ومن سندات الخزينة(550) مليون دينـار. ثـم ارتفـع حجـم الإصـدارات السـنوي فـي عـام 2007 إلـى (1342) مليـون دينـار، منهـا(800)مليـون كأذونـات خزينـة، و(543)مليـون دينـار كسـندات خزينـة، وقـد بلـغ معـدل التغطية(1.8) لإجمالي الإصدارات.

- شهد العام 2008 زيادة في حجم الإصدارات وبشكل غير مسبوق، حيث نمت بنسبة(115%)، لتصل إلى (2881) مليون دينار. ويعود السبب الرئيس لهذه الزيادة إلى صفقة تسديد ديون نادي باريس من عوائد التخاصية، وفي نفس العام تم التوسع بالاقتراض الداخلي. وقد بلغ معدل التغطية لإجمالي الإصدارات(1.7)، حيث بلغ حجم الإصدار من أذونـات الخزينـة(التـي تعتبر قصـيرة الأجـل)بمبلغ(1516) مليـون دينـار، ومعـدل تغطيتهـا كـان(1.7)، فيمـا كـان حجـم الإصدارات من سندات الخزينة(1365) مليون دينار، ومعدل تغطيتها(1.6).
- في عام 2009 وصل مجموع الإصدارات إلى (4413) مليون دينـار، وهذا نـاتج عن تـراكم استحقاقات الإصدارات خلال الأعوام السابقة، وخصوصا ماتم إصداره فـي عـام 2008. حيث أن ذلـك اضـطر الحكومـة لإعـادة إصـدار أوراق ماليـة حكوميـة لسـداد مايسـتحق مـن أذونـات وسندات إضافة لفوائدهما وبشكل متكرر. والملاحظ أن الحكومـة في عام 2009 استمرت في سياسة إصدار الأذونات قصيرة الأجل، حيث بلغ حجم الإصدارات منها(2759) مليون دينـار، وهذا يمثـل(63%) مـن إجمـالي قيمـة الإصـدارات خـلال نفس العـام. وقـد بلـغ معـدل التغطيـة الإجمـــالي(2.6)، أمـــا معـــدلات تغطيـــة الأذونـــات والســـندات فـــي عـــام 2009، فقـــد كانت(2.6)و(2.5) على التوالي.
- نتيجـة صـعوبة تمويـل العجـز مـن خـلال الاقتـراض الخـارجي، فـي ظـل تخفـيض التصـنيف الائتماني للأردن، فقد بدأت الحكومة بالتوسع بالاقتراض الداخلي، حيث تم إصدار أوراق مالية بقيمة(4465) مليون دينار في عام 2010، وبقيمة(4197) مليون دينـار فـي عـام 2011. وقد بلغت معدلات التغطية لإجمالي الإصدارات خلال هذين العامين(2.3)و(1.9) على التوالي.
- في عام 2012 تمادت الحكومة بالاقتراض الداخلي، وذلـك نتيجـة استمرار صـعوبة الاقتـراض الخارجي، حيث بلغ حجم الإصدارات(5813) مليون دينار، فيما بلغ معدل التغطية(1.2)، وهو أقل معـدل تغطيـة تشـهده إصـدارات الأوراق الماليـة الحكوميـة مقارنـة بكافـة سـنوات الدراسـة. وترافق ذلك مع ارتفـاع أسـعار الفائـدة علـى الأوراق الماليـة الحكوميـة، حيث وصـلت معدلات الفائدة على بعض الإصدارات (8.6%)، وهي مقاربة لأسعار الفائدة للإقراض لأفضل عمـلاء البنـك التجـاريين(PLR). وهـذا بـالطبع نـاتج عـن توسـع الحكومـة بـالاقتراض الداخلي(إصـدار

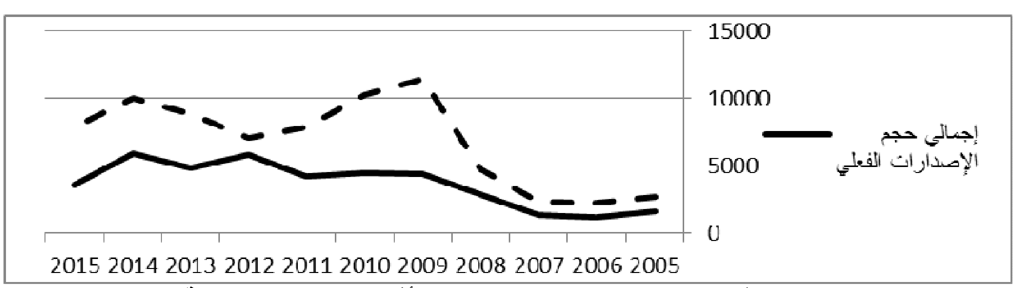
أذونات و سندات)؛ مما جعل البنوك ترفع من أسعار الفائدة على إصدارات الأوراق المالية الحكومية.

- بلغ حجم الإصدارات من أذونات وسندات الخزينة(4840) مليون دينارعام 2013، ويلاحظ أن معدل التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية قد تحسن في عام 2013، فقد بلغ معدل التغطية لإجمالي الإصدارات خلال هذا العام(1.8). كما بقيت أسعار الفائدة مرتفعة على هذه الإصدارات.
- في عامي 2014 و2015 وصلت إجمالي المبالغ المصدرة من الأوراق المالية الحكومية إلى(5935) مليون دينار، و(3600) مليون دينار على التوالي، وانخفضت أسعار الفائدة على هذه الإصدارات عما كان عليه الوضع بعامي 2012 و2013. كما ارتفعت معدلات التغطية نتيجة تحسن السيولة الفائضة في البنوك التجارية وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

وبشكل عام، فإن طلب البنوك والمؤسسات المالية(المبلغ المعروض منها لشراء الأوراق المالية الحكومية) على السندات والأذونات الحكومية تتحكم به عدة عوامل أهمها:

- -ازدياد حاجة الحكومة لمزيد من الاقتراض، وخصوصا عند مواجهتها صعوبات في الاقتراض الخارجي، وبالتالي توسعها بالاقتراض الداخلي.
- - السيولة المتوفرة لدى البنوك، وآجال الإصدارات، والتصنيف الائتماني للبنوك من قبل وكالات التصنيف العالمية، حيث تتحكم بهذا التصنيف عدة عوامل وهي: السيولة، والإيرادات، والأرباح وجودة الأصول، وكفاية رأس المال.

وهذا ينعكس على معدلات التغطية من جهة، وعلى تسعير الأذونات والسندات من جهة أخرى. والشكل رقم (19) يبين العلاقة بين حجم الطلب(إجمالي المعروض من البنوك والمؤسسات المالية وصندوق استثمار أموال الضمان الإجتماعي لشراء الأوراق المالية الحكومية) وحجم الإصدارات الفعلية من الأوراق المالية الحكومية(مجموع أذونات وسندات الخزينة):

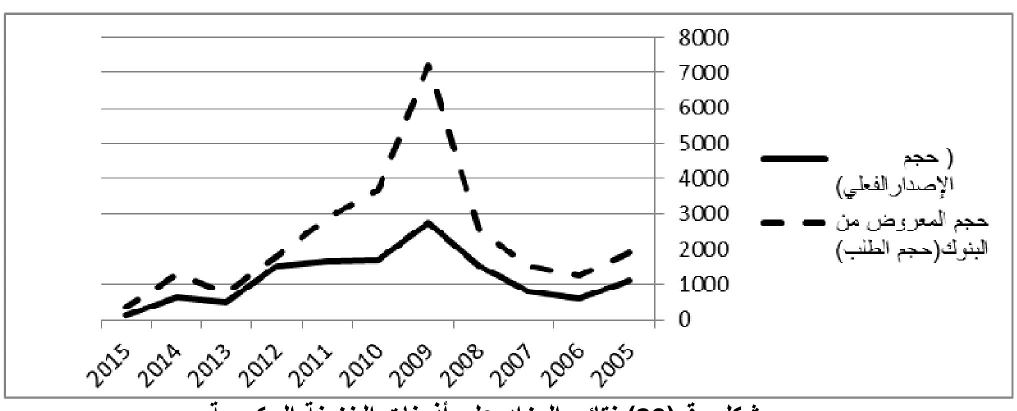


الشكل رقم(19): نتائج المزاد على مجموع أذونات وسندات الخزينة.

ويلاحظ من الشكل السابق أن إجمالي المبالغ المعروضة لشراء الأوراق المالية الحكومية لم تتخذ نمطا محدداً، وهذا أدى إلى تغيرمعدلات التغطية من سنة إلى أخرى، نتيجة وجود عوامل لها تأثير في معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية، فقد كان أقل حجم إصدار سنوي من الأوراق المالية الحكومية في السوق المحلي في عام 2006، حيث بلغ حجم الإصدارات (1150) مليون دينار، وكان معدل التغطية(1.9)، وفي عام 2009 تضاعف حجم الإصدارات الإجمالي ليصبح(4413) مليون دينار، وكان معدل التغطية فيه(2.6)، وهو الأعلى من بين معدلات التغطية خلال أعوام الدراسة، فيما كان العام 2012 هو الأقل بين كافة الأعوام في معدل التغطية الإجمالي، حيث بلغ معدل التغطية(1.2). أما على صعيد معدلات تغطية لكل من أذونات وسندات الخزينة، وأسعار الفائدة عليها، فقد كانت على النحو التالي:

- **معدلات التغطية وأسعار الفائدة على أذونات الخزينة**

كانت المبالغ المعروضة من البنوك لشراء أذونات الخزينة كبيرة مقارنة بحجم الإصدارات خلال الأعوام 2006 و2007 و2009 و2010 و 2014 و 2015، حيث بلغ معدل تغطية الإصدارات من أذونات الخزينة خلالها (2.1 و1.9و2.6 و2.2 و1.9 و2.9)على التوالي. هذا يعكس إقبال البنوك والمؤسسات المالية على شراء هذه الأذونات خلال هذه الأعوام نظرا لقصر مدة استحقاقها، والتي تتناسب مع سياسات إدارة السيولة في القطاع المصرفي. ذلك أن البنوك والمؤسسات المالية تفضل دائما آجال الاستحقاق القصيرة، حيث تجعلها أكثر قدرة على التحكم بموجوداتها ومطلوباتها. والشكل رقم(20) يبين نتائج المزاد على أذونات الخزينة (مدتها سنة فأقل) لسنوات الدراسة،



شكل رقم(20) نتائج المزاد على أذونات الخزينة الحكومية.

ويلاحظ أنه في الأعوام2011-2013 تراجعت معدلات التغطية، حيث بلغ معدل التغطية لأذونات الخزينة (1.7) في عام 2011 ، وانخفض معدل التغطية لأدنى مستوى له في عام

2012، حيث بلغ معدل التغطية (1.2). ورغم تحسن معدل التغطية في عام 2013 حيث بلغ(1.5)، إلا أنه بقي دون المستوى الذى كانت عليه معدلات التغطية في الأعوام السابقة، باستثناء عام 2012. ويعود الانخفاض في معدلات التغطية في الأعوام2011-2013 إلى انخفاض السيولة المتاحة لدى البنوك عما كانت عليه في السابق، فكانت معدلات التغطية التي شهدتها هذه الأعوام هي الأقل. وقد كان أقل معدل تغطية على أحد الإصدارات في عام 2011، حيث بلغ معدل تغطيته (0.6) أي أقل من (1). وفي عامي 2012 و2013 كان أقل معدل تغطية على بعض الإصدارات (1)، أي أن تم تغطية قيمة الإصدار فقط دون زيادة، وهذا مؤشر على صعوبة تمويل عجز الموازنة خلال الأعوام 2011-2013. وفي عامي2014 و2015 عاد معدل التغطية وارتفع ليصبح(1.9 و2.9)على التوالي.

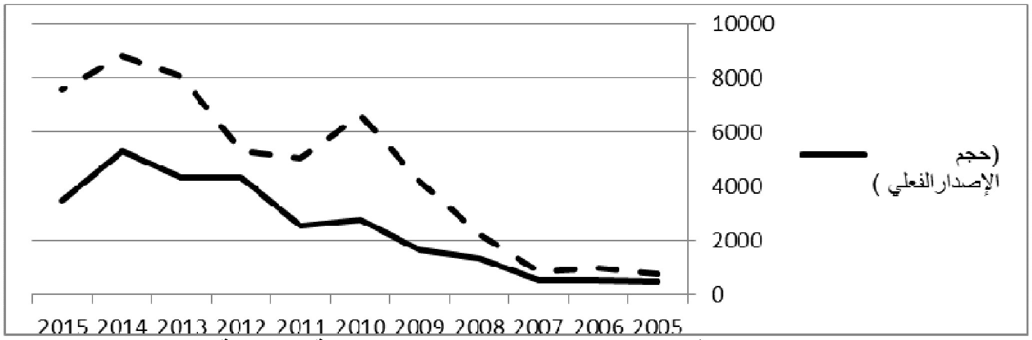
وعلى صعيد سعر الفائدة المرجح على الأذونات المعروضة وأسعار الفائدة على كل قيمة إصدار، وحسب ما هو مبين في الجدول رقم (31) السابق، فيلاحظ أن أعلى أسعار على إصدارات أذونات الخزينة كانت في الأعوام2006-2008، حيث بلغ أقل سعر فائدة على إصدارات الأذونات خلال هذه الأعوام على التوالي(6.606%، 5.719%، 5.616%). ثم تراجعت بعدها أسعار الفائدة على أذونات الخزينة حتى عام 2011. وبسبب صعوبات الاقتراض الداخلي التي واجهتها الحكومة في عام 2012، حيث انخفضت معدلات التغطية على أذونات الخزينة، فقد ارتفع سعر الفائدة على الإصدارات من أذونات الخزينة، فتراوح بين(3.433%-6.905%) في عام 2012، وبين(4.28%-6.75%) في عام 2013. وفي عامي2014 و2015 انخفضت أسعار الفائدة على أذونات الخزينة، حيث تراوحت بين (3.257%-3.85%) في عام 2014، وبين(2.213%-2.75%) في عام 2015.

- **معدلات التغطية وأسعار الفائدة على سندات الخزينة**

تراوحت معدلات التغطية للإصدارات من سندات الخزينة (استحقاقها أكثرمن سنة) بين(1.6-1.8) خلال الأعوام 2005-2008، رافق ذلك أسعار فائدة مرتفعة على هذه السندات، تراوح حدها الأدنى بين(6.220%)و(7.260%)، فيما بلغ الحد الأقصى لسعر الفائدة على سندات الخزينة(8.820%) وكان ذلك في عام 2005.

في عام 2009 ارتفع معدل التغطية ليصبح (2.5)، وهو أعلى معدل تغطية لسندات الخزينة خلال أعوام الدراسة. وكما هو موضح في الشكل رقم(21) أعلاه فقد رافق ذلك انخفاض في سعر الفائدة على سندات الخزينة التي أصدرت خلال عام 2009. فقد انخفض الحد الأدنى

لسعر الفائدة إلى (4.697%) مقارنة مع(6.908%) في عام 2008، وانخفض الحد الأعلى لسعر الفائدة على هذه السندات ليصبح(6.855%) مقارنة مع(8.090%) في عام 2008.



الشكل رقم(21) نتائج المزاد على سندات الخزينة الحكومية.

في عام 2010 انخفض معدل التغطية بشكل طفيف، حيث بلغ(2.4)، رغم أن حجم الإصدارات من سندات الخزينة كان قد ارتفع بشكل كبير خلال هذا العام، حيث ارتفع حجم الإصدارات الفعلية الى(2766) مليون دينار مقارنة مع(1654)مليون دينار في عام 2009. كما انخفضت أسعار الفائدة على هذه الإصدارات مقارنة بأسعار الفائدة في العام السابق.

خلال عامي 2011 و2012 انخفضت معدلات التغطية على سندات الخزينة. ففي عام 2011 بلغ معدل التغطية (2)، ثم انخفض بشكل كبير في عام2012 ليصل إلى (1.2)، وهو أقل معدل تغطية حققته السندات الحكومية خلال أعوام الدراسة. كما وصل سعر الفائدة على بعض الإصدارات (8.6%)، وقد بلغ أقل سعر فائدة مرجح على الإصدارات من سندات الخزينة خلال عام2012 إلى (6.114%). وتعتبر هذه الأسعار مرتفعة، وقد ترافقت مع انخفاض معدل التغطية على مزادات السندات الحكومية، وهي ناتجة عن تحكم البنوك بتسعير هذه السندات نتيجة تمادي الحكومة في الاقتراض الداخلي، الأمر الذي جعل الحكومة تصبح صيدا سهلا لهذه البنوك.

في الأعوام2013-2015 ارتفعت معدلات التغطية على سندات االخزينة، حيث بلغت(1.9، 1.7، 2.2) على التوالي. ورغم أنها تحسنت عما كان عليه الوضع في عام 2012، إلا أن هذه المعدلات بقيت أقل من المستويات التي كانت عليها في عامي 2009 و2010. كما تراجعت أسعار الفائدة على سندات الخزينة وخصوصا في عامي2014 و2015.

4-6 تحليل إصدارات الأوراق المالية الحكومية وعلاقتها بالاحتياطيات الفائضة وحجم الودائع في الجهاز المصرفي وأسعار الفائدة -تحليل بيانات ربع سنوية

يتناول هذا الجزء من الدراسة تحليل كمي للبيانات الربع سنوية لحجم الإصدارات، والمعروض من البنوك لتغطية الإصدارات، ومعدلات التغطية، وحجم الودائع، والاحتياطيات الفائضة لدى

البنوك التجارية، ومتوسط أسعار الفائدة المرجحة (مرجحة بقيمة كل إصدار) على الأوراق المالية الحكومية، وسعر فائدة الإقراض الرئيسي للقطاع الخاص(PLR). ونهدف من ذلك التعرف على العلاقات، والاتجاهات والتأثير بين هذه المتغيرات. وقد تم تقسيم فترات التحليل لتتناول كل ثلاثة أعوام متتالية من أعوام الدراسة. كما تم تحليل معدلات التغطية وبعض العوامل ذات العلاقة، من خلال تحليل معدلات تغطية مزادات الأذونات والسندات معا ، ومن خلال تحليل كل نوع على حده.

1-4-6 الفترة 2005-2007

هذه الفترة سبقت تسديد ديون نادي باريس، والتي تمت في عام 2008، أي تلك الفترة التي كان فيها رصيد الدين العام الخارجي أكثر من رصيد الدين العام الداخلي. كما أنها تمثل الفترة التي أعقبت انتهاء برامج التصحيح والإصلاح المالي والاقتصادي التي تبناها الأردن بإشراف صندوق النقد الدولي بعد الأزمة الاقتصادية التي حدثت في عام 1989. ويبين الجدول رقم(32) حركة الإصدارات الربعية من الأوراق المالية الحكومية (سندات وأذونات)، والمتغيرات ذات العلاقة للأعوام 2005-2007:

جدول رقم(32)

حركة الإصدارات الربعية والمتغيرات ذات العلاقة للأعوام 2005-2007 (لأقرب مليون دينار)

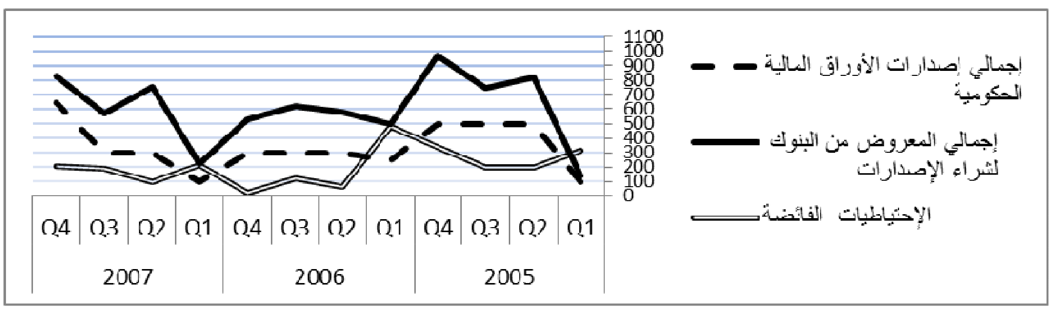
السنة	الربع(Q)	إجمالي إصدارات الأوراق المالية الحكومية (Issued)	إجمالي المعروض لشراء الإصدارات (Offered)	معدل التغطية (Bid-to-Cover Ratio)	متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات	سعر الإقراض الرئيسي(PLR)	الاحتياطيات الفائضة	إجمالي الودائع لدى البنوك
2005	Q1	100	139	1.4	3.60%	6.50%	309.5	11627
	Q2	500	819	1.6	4.85%	6.50%	192.5	12305
	Q3	500	747	1.5	6.49%	6.50%	197	12737
	Q4	500	967	1.9	7.25%	7.00%	341.5	13119
2006	Q1	250	492	2.0	7.28%	6.75%	483	12850
	Q2	300	581	1.9	7.62%	6.75%	65.5	13783
	Q3	300	617	2.1	7.24%	6.75%	120	14016
	Q4	300	531	1.8	7.31%	7.50%	23.5	14592
2007	Q1	100	224	2.2	6.95%	7.50%	210.5	14874
	Q2	300	755	2.5	7.23%	8.10%	94.5	15335
	Q3	300	573	1.9	7.23%	8.20%	192	16053
	Q4	643	831	1.3	6.50%	8.15%	203	15988

المصدر: نشرات الدين العام، وزارة المالية والنشرات الإحصائية الشهرية، البنك المركزي الأردني.

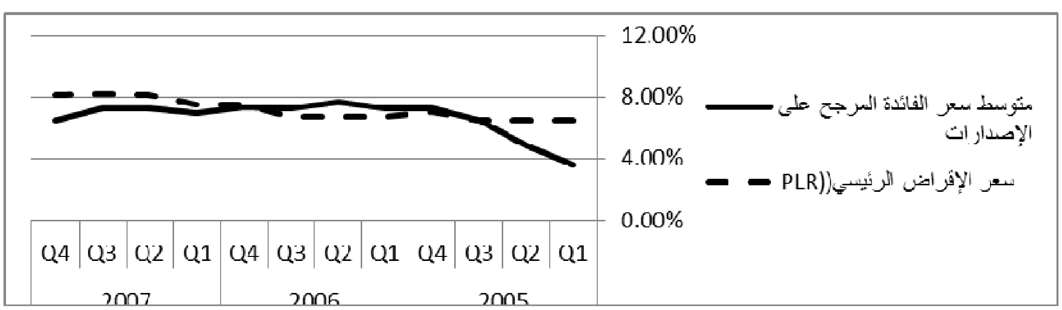
فخـلال هـذه الأعـوام كانـت معـدلات تغطيـة المـزادات مرتفعـة، رغـم أن مسـتويات الاحتياطيات الفائضـة لدى البنـوك التجاريـة كانت منخفضـة مقارنـة بـالأعوام اللاحقة. وهذا نـاتج أصلا عن انخفاض قيمة الإصدارات، حيث بلـغ مجموع الإصدارات السنوية (1600 , 1150 , 1342) مليون دينار، في حين كان رصيد الدين العام الداخلي (2468 , 2962 ,3695) مليـون دينار للأعوام 2015-2007 على التوالي، وبلغت إطفاءات الدين لنفس الأعوام (1223 , 717 ,680) مليون دينار وفق ما بيّناه في الفصل الرابع.

ومع نمو الودائع لدى البنوك وارتفاع أسعار الفائدة علـى الأذونـات والسندات الحكوميـة، والتي قاربت أسعار فائدة الإقراض الرئيسي، بل زادت عنها للفترة مـن الربـع الرابـع لعـام 2005 وحتى الربع الثالث للعـام 2006، فـإن ذلك شكل حـافزا لـدى البنـوك للإقبـال علـى شـراء الأوراق المالية الحكومية. فقد بلغت معدلات التغطية(1.9)في الربع الرابع مـن عـام 2005،و (2) و(1.9) و(2.1) على التوالي في الربع الأول والربع الثاني والربع الثالث من عام(2006).

ويبـين الشـكل رقـم (22) والشـكل رقـم(23) كـل مـن اتجـاه الإصـدارات، والمعـروض، والاحتياطيـات الفائضـة، ومتوسط سـعر الفائـدة المـرجح علـى الأذونـات والسـندات، وسـعر فائـدة الإقـراض الرئيسـي(PLR) للأعـوام 2005-2007، وقـد وضـعنا الشـكلان بشـكل متتـالي حتـى يـتم تحليل الاتجاهات لنفس الفترات في آن واحد:



الشكل رقم(22): إصدارات السندات والأذونات والمعروض من البنوك والسيولة الفائضة (2005-2007).



الشكل رقم(23): متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات وسعر فائدة الإقراض الرئيسي(PLR)(2005-2007).

يلاحظ من الشكلين السابقين أن اتجاهات المتغيرات لم تتخذ نمطا موحدا، فالاحتياطيات الفائضة كانت تنخفض في بعض الأرباع، وترتفع في أخرى، ولكن المعروض من البنوك و معدلات التغطية بقيت دائما مرتفعة .

أما بالنسبة لأسعار الفائدة، فيلاحظ أن متوسط سعر الفائدة المرجح على السندات والأذونات أصبح (7.25%)، وال (PLR) أصبح (7%)في الربع الرابع من عام 2005. أي أنه عندما كانت مستويات الاحتياطيات الفائضة منخفضة خلال هذه الفترة، فإن ذلك أدى إلى رفع متوسط سعر الفائدة المرجح على الأوراق المالية الحكومية، حيث أصبحت أعلى من سعر(PLR). ونتيجة لذلك فإن ال(PLR) أخذ بعدها بالارتفاع ليتجاوز سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية، وهذا يشير إلى أثر المزاحمة (Crowding Out) الذي سببته الأوراق المالية الحكومية، كارتداد لسياسة البنوك في التوسع بالإقراض للحكومة في ظل انخفاض المخاطر وارتفاع العوائد. وهذا انعكس سلباً على خدمة الدين المحلي للأعوام اللاحقة، حيث بدأت خدمة الدين بالازدياد بشكل كبير، وهذا تبعه عبء إضافي على خزينة الدولة.

على صعيد الإصدارات من أذونات الخزينة(قصيرة الأجل- عمرها سنه فأقل) الربع سنوية، فإن الجدول التالي رقم (33) يبين أهم بياناتها:

جدول رقم(33)

حركة الإصدارات الربعية لأذونات الخزينة للأعوام 2005-2007 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات أذونات الخزينة	المعروض لشراء الأذونات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على الأذونات	عدد الإصدارات
2005	Q1	100	138.5	1.4	3.6%	10
	Q2	400	633.5	1.6	4.4%	
	Q3	200	266.0	1.3	5.5%	
	Q4	400	846.5	2.1	6.9%	
2006	Q1	100	207.5	2.1	7.0%	12
	Q2	150	329.5	2.2	7.2%	
	Q3	200	412.1	2.1	6.9%	
	Q4	150	285.6	1.9	6.9%	
2007	Q1	100	224.0	2.2	7.0%	12
	Q2	150	441.1	2.9	6.7%	
	Q3	150	325.0	2.2	6.7%	
	Q4	400	535.0	1.3	6.0%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

ويلاحظ من الجدول السابق انخفاض عدد الإصدارات السنوية من أذونات الخزينة. إذ إنه بالمتوسط لم يتجاوز معدل الإصدار الشهري عن إصدار واحد، ومن جهة أخرى كانت معدلات تغطية مزادات أذونات الخزينة مرتفعة في أغلب الفترات ماعدا في الربع الثالث من عام 2005 والربع الرابع من عام 2007،حيث انخفض معدل التغطية إلى مايقارب(1.3). أما متوسط سعر الفائدة المرجح على الأذونات، فقد بدأ بالارتفاع إلى أن وصل(7.2%) في الربع الثاني من عام 2006، ثم عاد وأخذ بالانخفاض حتى وصل إلى(6%) في الربع الرابع من عام 2007.

أما ما يتعلق بحركة إصدارات سندات الخزينة(متوسطة الأجل-عمرها أكثر من سنة) الربع سنوية للأعوام2005-2007 ، فإن ذلك مُبين في الجدول رقم(34) التالي. حيث يلاحظ أن عدد الإصدارات من سندات الخزينة كان منخفضا خلال الأعوام 2005-2007، كما أنه كان أقل من عدد إصدارات أذونات الخزينة، فلم تقم الحكومة بإصدار أي سندات خلال الربع الأول من عامي 2005 و2007. كما أن أسعار الفائدة على سندات الخزينة كانت مرتفعة ومقاربة لسعر فائدة الإقراض الرئيس(PLR).

أما معدل تغطية مزادات سندات الخزينة، فقد كان مرتفعا في أغلب الفترات الواردة في الجدول ، باستثناء الربع الرابع من عامي 2005 و 2007، حيث كان معدل التغطية (1.2). وهي أقل معدلات تغطية شهدها حجم الإصدارات ربع السنوية خلال الأعوام 2005-2007.

جدول رقم(34)

حركة الإصدارات الربعية لسندات الخزينة للأعوام 2005-2007 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات سندات الخزينة	المعروض لشراء السندات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على السندات	عدد الإصدارات
2005	Q1	0.0	0.0	0.0	0.0%	5
	Q2	100.0	186.0	1.9	6.2%	
	Q3	300.0	481.0	1.6	7.2%	
	Q4	100.0	120.0	1.2	8.8%	
2006	Q1	150.0	284.3	1.9	7.5%	11
	Q2	150.0	251.0	1.7	8.1%	
	Q3	100.0	205.1	2.1	7.9%	
	Q4	150.0	245.6	1.6	7.7%	
2007	Q1	0.0	0.0	0.0	0.0%	9
	Q2	150.0	314.0	2.1	7.7%	
	Q3	150.0	248.0	1.7	7.8%	
	Q4	242.5	296.1	1.2	7.2%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

ومن الجدولين أرقام (33) و(34) الواردين أعلاه، يتبين أن معدلات تغطية الإصدارات من أذونات الخزينة كانت أعلى من معدلات تغطية الإصدارات من سندات الخزينة، رغم أن حجم الإصدارات من الأذونات كان أكبر من حجم إصدارات السندات. فيما كانت أسعار الفائدة على السندات أعلى منها على الأذونات، ويعود ذلك إلى أن البنوك عادة تفضل امتلاك الأوراق المالية قصيرة الأجل، حيث تجعلها أكثر قدرة على إدارة موجوداتها ومطلوباتها.

2-4-6 الفترة 2008-2010

تمثل هذه الفترة بداية الانقلاب في سياسة الحكومة التمويلية، فبدأت تركيبة الدين العام الداخلي والخارجي تتغير. حيث أخذت الحكومة بالاعتماد على الدين الداخلي، بعد أن تم سداد ديون نادي باريس في عام 2008 بقيمة(2109) مليون دولار، ما يعادل (1495) مليون دينار، وفي نفس العام تم زيادة رصيد الدين العام الداخلي بمبلغ(2059) مليون دينار ليصبح رصيده (5754) مليون دينار. كما أن هذه الأعوام تمثل فترة ذروة الأزمة المالية العالمية. والجدول رقم (35) يبين حركة الإصدارات الربعية والمتغيرات ذات العلاقة للأعوام 2008-2010.

جدول رقم(35)

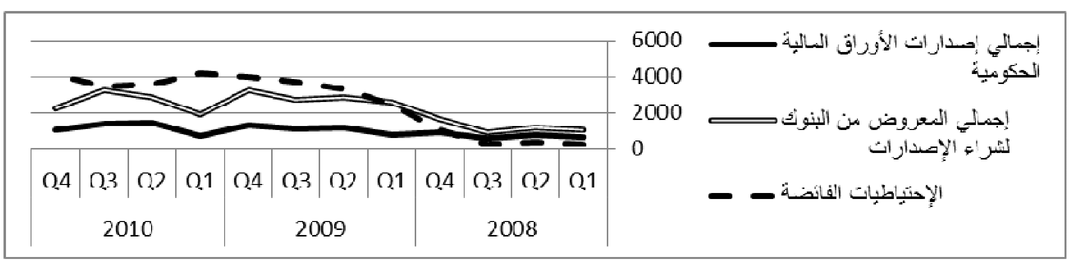
حركة الإصدارات الربعية والمتغيرات ذات العلاقة للأعوام 2008-2010 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إجمالي إصدارات الأوراق المالية الحكومية (Issued)	إجمالي المعروض لشراء الإصدارات (Offered)	معدل التغطية (Bid-to-Cover Ratio)	متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات	سعر الإقراض الرئيسي(PLR)	الاحتياطيات الفائضة	إجمالي الودائع لدى البنوك
2008	Q1	662	1039	1.6	6.72%	8.17%	255	16629
	Q2	753	1194	1.6	6.82%	8.30%	350	17568
	Q3	550	905	1.6	7.12%	8.40%	206	18103
	Q4	916	1643	1.8	6.77%	8.45%	1048	18103
2009	Q1	788	2593	3.3	5.38%	8.45%	2429	18695
	Q2	1184	2861	2.4	4.07%	8.41%	3320	19328
	Q3	1125	2705	2.4	3.93%	8.38%	3683	19663
	Q4	1316	3268	2.5	3.92%	8.34%	3996	20298
2010	Q1	700	1892	2.7	4.02%	8.20%	4195	20771
	Q2	1419	1285	2.0	3.58%	8.20%	3598	21212
	Q3	1343	3255	2.4	4.12%	8.20%	3410	21804
	Q4	1004	2267	2.3	3.60%	8.20%	4090	22505

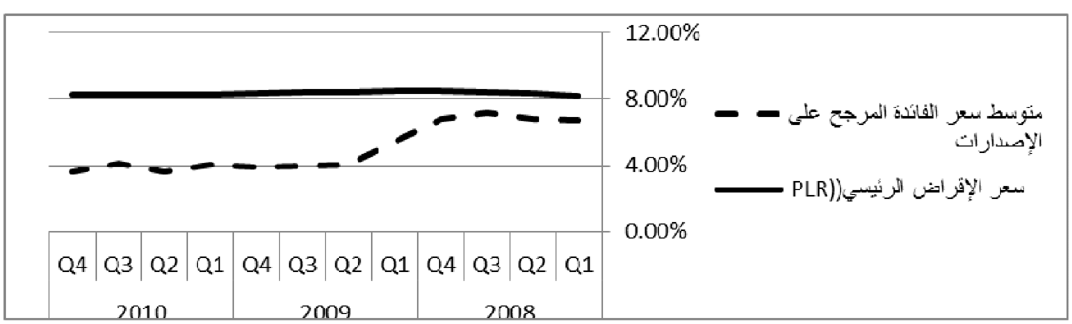
المصدر: نشرات الدين العام، وزارة المالية والنشرات الإحصائية الشهرية، البنك المركزي الأردني.

فهذه الفترة شهدت ارتفاعاً كبيراً في معدلات التغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية، حيث كانت في حدّها الأدنى(1.6)، ووصلت(3.3) في الربع الأول من عام 2009، رافقها معدلات فائدة مرتفعة على السندات والأذونات وصلت (7.12%) في الربع الثالث من عام 2008. ومع تراجع أسعار الفائدة على الأذونات والسندات ابتداء من الربع الرابع لعام 2008، إلا أن سعر فائدة الإقراض الرئيسي (PLR)لم ينخفض كثيراً، فيما بقيت معدلات التغطية مرتفعة.

كما أن مستويات الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية، شهدت خلال هذه الفترة ارتفاعاً كبيراً، نتج عن النمو الكبير في الودائع لديها. حيث ارتفعت الودائع بمبلغ(5876) مليون دينار من الربع الأول لعام2008 حتى الربع الرابع من عام2010، و ارتفعت السيولة الفائضة من (255) مليون دينار إلى (4090) مليون دينار خلال نفس الفترة، وهذا انعكس على ارتفاع في معدلات تغطية البنوك لمزادات الأوراق المالية الحكومية. ورغم أن متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات بدأ بالانخفاض اعتبارا من الربع الرابع لعام 2008، حيث بلغ(7.12%) في الربع الثالث من عام 2008، ووصل إلى (3.6%) في الربع الرابع من عام 2010، أي أنه انخفض بمقدار النصف خلال أقل من سنتين، فقد بقي سعر فائدة الإقراض الرئيسي عند مستويات مرتفعة فوق(8%) خلال كامل الأعوام 2008-2010. والشكلان أرقام(26) و (27) يبينان حركة الإصدارات والمتغيرات المرتبطة بها، وأسعار الفوائد على الأذونات والسندات، وسعر الإقراض الرئيسي(PLR)، وتم وضعهما بشكل متتالي لربط المتغيرات ببعضها:



الشكل رقم(24): إصدارات السندات والأذونات والمعروض من البنوك والسيولة الفائضة (2008-2010).



الشكل رقم(25): متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات وسعر فائدة الإقراض الرئيسي (PLR) (2008-2010).

على صعيد إصدارات أذونات الخزينة الربعية خلال الأعوام 2008-2010، وحسب ما هو مبين في الجدول رقم(36) الذي يبين حركة الإصدارات ومعدلات تغطية مزادات أذونات الخزينة، وأسعار الفائدة على هذه الإصدارات. حيث يتبين ارتفاع عدد وقيمة الإصدارات بشكل كبير قياسا بالأعوام السابقة، فقد بلغ عدد الإصدارات(17) إصدارا في عام 2008، وارتفع إلى(38) إصدارا في عام 2009، فيما بلغ(30) إصدارا في عام2010. كما تضاعفت قيمة الإصدارات عما كان عليه في الأعوام السابقة، ويعود هذا بشكل أساسي إلى أن عام 2008 شهد بداية التغير في تركيبة الدين العام، وذلك على ضوء اتفاقية إعادة شراء ديون نادي باريس. ويلاحظ أن معدلات التغطية كانت مرتفعة، حيث وصل معدل تغطية مزادات الأذونات(3.7) في الربع الأول من عام 2009، و(2.9) في الربع الأول من عام 2010. واتسمت أسعار الفائدة على أذونات الخزينة خلال هذه الأعوام بأنه كان منخفضا، حيث وصل متوسط سعر الفائدة المرجح إلى(2.2%) خلال عام 2010، ويعود ذلك بشكل أساسي إلى ارتفاع الاحتياطيات الفائضة، وخصوصا في عامي 2009 و2010، وفق ماهو مُبين في الجدول رقم(35) السابق الذي يتضمن في أحد أعمدته بيانات الاحتياطيات الفائضة خلال هذه الأعوام.

جدول رقم(36)

حركة الإصدارات الربعية لأذونات الخزينة للأعوام 2008-2010 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات أذونات الخزينة	المعروض لشراء الأذونات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على الأذونات	عدد الإصدارات
2008	Q1	300	602.5	2.0	5.8%	17
	Q2	450	610.5	1.4	5.9%	
	Q3	100	157.0	1.6	5.6%	
	Q4	666	1178.3	1.8	6.6%	
2009	Q1	368	1363.9	3.7	3.9%	38
	Q2	650	1715.7	2.6	2.9%	
	Q3	825	1928.3	2.3	3.3%	
	Q4	916	2222.0	2.4	3.4%	
2010	Q1	150	434.0	2.9	2.3%	30
	Q2	520	1058.5	2.0	2.2%	
	Q3	552.5	1139.8	2.1	2.8%	
	Q4	477	1023.4	2.1	2.3%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

أما على صعيد حركة إصدارات سندات الخزينة الربعية خلال الأعوام 2008-2010، وحسبما هو وارد في الجدول رقم(37) التالي. فقد ازدادت عدد الإصدارات في عام 2010، حيث بلغ عددها(54) إصدارا، كما أخذت قيمة الإصدارات من سندات الخزينة بالإرتفاع .

جدول رقم(37)

حركة الإصدارات الربعية لسندات الخزينة للأعوام 2008-2010 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات سندات الخزينة	المعروض لشراء السندات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على السندات	عدد الإصدارات
2008	Q1	362.2	437.0	1.2	7.7%	14
	Q2	303.0	583.1	1.9	7.6%	
	Q3	450.0	748.1	1.7	7.5%	
	Q4	250.0	464.3	1.8	7.2%	
2009	Q1	420.0	1229.2	2.9	6.4%	26
	Q2	534.0	1145.1	2.1	5.2%	
	Q3	300.0	776.8	2.6	5.4%	
	Q4	400.0	1046.3	2.6	5.3%	
2010	Q1	550.0	1458.4	2.7	4.5%	54
	Q2	899.3	1792.0	2.0	4.2%	
	Q3	790.5	2115.6	2.7	4.9%	
	Q4	526.6	1243.5	2.4	4.6%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

فقد بلغ حجم إصدارات سندات الخزينة خلال هذه الأعوام ((2881) و(4413) و(4466) مليون دينارعلى التوالي، وهي مستويات غير مسبوقة، ويعود سبب تزايد عدد وقيمة الإصدارات إلى الحاجات التمويلية المتزايدة للحكومة. فغالبا يتم إعادة إصدار سندات الخزينة لسداد مايستحق من أذونات وسندات تستحق خلال الفترة، وأيضا تغطية ماتحتاجه الخزينة لتمويل عجز الموازنة. وقد كانت أسعار الفائدة على السندات أعلى منها على الأذونات، كما كانت معدلات تغطية مزادات السندات مرتفعة، حيث قارب معظم معدلات التغطية على إصدارات السندات(2) فأكثر، باستثناء الربع الأول من عام2008، وهي مقاربة لمعدلات التغطية على إصدارات أذونات الخزينة. ويعود ذلك بشكل رئيس إلى نمو الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية، والناتجة عن النموالكبير بالودائع خلال الأعوام 2008-2010، وحسبما تم بيانه سابقا في الجدول رقم(35).

3-4-6 الفترة 2011-2013

هذه الفترة تمثل ذروة الربيع العربي، وحالة عدم الاستقرار السياسي في دول الجوار، وتدفق اللاجئين السوريين، وانقطاع الغاز المصري المُستخدم في توليد الكهرباء، واستمرار تداعيات الأزمة المالية العالمية، وارتفاع أسعار النفط . وتميزت هذه الفترة بكبر حجم الإصدارات من السندات والأذونات الحكومية، وهذا ناتج عن عدم قدرة الحكومة على التوسع في الاقتراض الخارجي نتيجة تراجع التصنيف الائتماني للأردن، والذي انعكس أيضا على التصنيف الائتماني للبنوك المحلية، و بالتالي أخذت البنوك برفع أسعار الفائدة على الأوراق المالية الحكومية بشكل تدريجي، وقد وصلت أسعار الفائدة على بعض الإصدارات إلى(8.6%) في عام 2012، وهي مقاربة لسعر(PLR).

جدول رقم (38)

حركة الإصدارات الربعية و المتغيرات ذات العلاقة للأعوام 2011-2013 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إجمالي إصدارات الأوراق المالية الحكومية (Issued)	إجمالي المعروض لشراء الإصدارات (Offered)	معدل التغطية (Bid-to-Cover Ratio)	متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات	سعر الإقراض الرئيسي (PLR)	الإحتياطيات الفائضة	إجمالي الودائع لدى البنوك
2011	Q1	1228	2417	2.0	3.81%	8.18%	3119	22726
	Q2	751	1519	2.0	4.83%	8.19%	2927.5	23202
	Q3	440	1051	2.4	5.81%	8.22%	3479	24033
	Q4	1778	2921	1.6	5.15%	8.22%	2979.5	24378
2012	Q1	1288	2070	1.6	5.62%	8.25%	2585	24783
	Q2	1600	1817	1.1	6.60%	8.31%	1960	24981
	Q3	1475	1709	1.2	6.81%	8.38%	2110.5	25568
	Q4	1450	1477	1.0	7.77%	8.68%	1775	24970
2013	Q1	1520	2556	1.7	8.08%	8.87%	2346	25859
	Q2	975	2084	2.1	6.71%	8.85%	2470	26525
	Q3	1200	1935	1.6	6.46%	8.85%	3015	27250
	Q4	1145	2245	2.0	5.84%	8.85%	3212.5	27593

المصدر: المصدر: نشرات الدين العام، زارة المالية.والنشرات الإحصائية الشهرية، البنك المركزي الأردني.

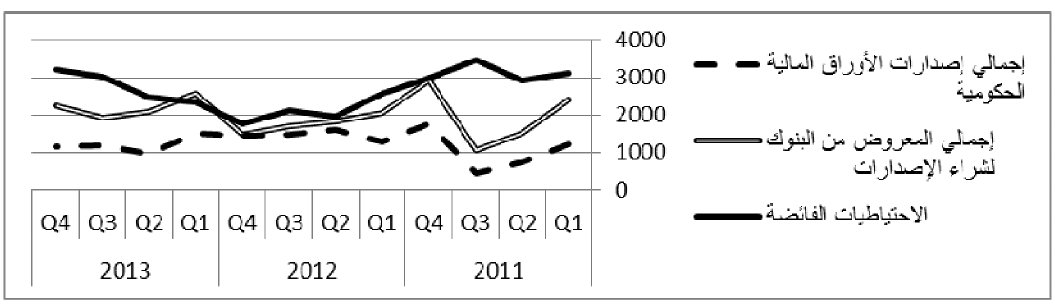
وقد كان لانخفاض الودائع بالدينار الأردني في عام 2012 أثرا كبيرا في انخفاض معدلات التغطية نتيجة تراجع حجم السيولة الفائضة لدى البنوك، ومن الجدول السابق رقم(38) الذي يبين حركة الاصدارات الربعية والمتغيرات ذات العلاقة للأعوام2011-2013، فيلاحظ بشكل عام أن معدلات تغطية الأوراق المالية الحكومية قد انخفضت، وصاحب ذلك تدرج سعر

الفائدة بالارتفاع، حيث وصل متوسط سعر الفائدة المرجح إلى(8.08%) مع نهاية الربع الأول من عام2013.

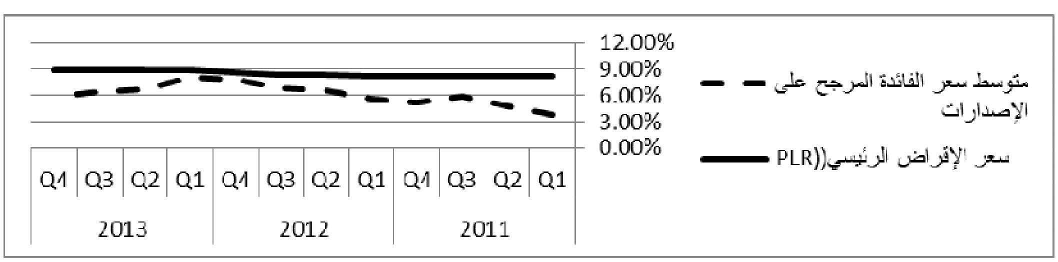
ويعود سبب ذلك إلى قيام المودعين بتحويل جزء من مدخراتهم من الدينار إلى العملات الأجنبية، نتيجة قيام الحكومة بذلك الوقت بالإعلان عن الصعوبات التي تواجه الاقتصاد الأردني، وما صدر من تصريحات في حينه من أن عدم رفع الأسعار سيؤدي إلى انهيار في الدينار الأردني. وقد سبق وتناولنا في هذا الفصل التغيرات على حجم الودائع لدى الجهاز المصرفي، حيث تراجعت الودائع بالدينار الأردني في عام 2012 بمبلغ(1408) مليون دينار، فيما ارتفعت الودائع بالعملات الأجنبية بما يعادل(1999.8) مليون دينار. كل هذا اضطر الحكومة وفق ما سبق وتناولناه في الفصل الرابع إلى طلب كفالة حكومة الولايات المتحدة لإصداراتها من سندات اليورو لتخفيض كلفة الاقتراض الخارجي.

ورغم نمو الودائع لدى البنوك خلال فترة الأعوام 2011-2013 بمبلغ(4867) مليون دينار، إلا أن الاحتياطيات الفائضة تراجعت، وخصوصا خلال عام 2012، حيث وصلت إلى(1775)مليون دينار مع نهاية الربع الرابع من عام 2012، أي أنها انخفضت بمبلغ(2315)مليون دينارمقارنة بنهاية عام 2010.

فخلال هذه الفترة كانت الحكومة مضطرة لمزيد من الاقتراض الداخلي، وذلك لتسديد استحقاقات الإصدارات الكبيرة التي قامت بها خلال الأعوام السابقة.



الشكل رقم(26): إصدارات السندات والأذونات والمعروض من البنوك والسيولة الفائضة (2011-2013).



الشكل رقم(27): متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات وسعر فائدة الإقراض الرئيسي(PLR) (2011-2013).

الشكلان السابقان أرقام (26) و(27) يبينان حركة الإصدارات والمتغيرات المرتبطة بها، وأسعار الفوائد على الأذونات والسندات، وسعر الإقراض الرئيسي(PLR) للأعوام 2011-2013. ويلاحظ من الشكلين أنه مع انخفاض مستويات الاحتياطيات الفائضة من الربع الرابع في عام 2011 حتى الربع الرابع من عام 2012 كما هو واضح من الشكل رقم(26)، فإن ذلك ترافق مع انخفاض معدل التغطية وبشكل تدريجي، حيث بلغ معدل التغطية (1.1) و (1.2) و(1.0) في الربع الثاني والثالث والرابع من عام 2012 على التوالي، وهي أقل معدلات تغطية على مزادات الأوراق المالية الحكومية خلال أعوام الدراسة. وكان ثمن ذلك قيام البنوك برفع الفائدة، حيث أن متوسط سعر الفائدة المرجح على السندات والأذونات الحكومية، وكما هو واضح في الشكل رقم(27) قارب على ملامسة سعر فائدة الإقراض الرئيسي(PLR)، واستمر ذلك حتى نهاية الربع الأول من عام2013.

على صعيد سعر فائدة الإقراض الرئيسي(PLR) فقد استمر بالارتفاع، حيث كان (8.18%) في الربع الأول من عام 2011، ووصل إلى (8.85%) في نهاية الربع الرابع من عام 2013. ولو عدنا للجدول رقم(26) الذي تناولنا من خلاله حجم الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي، فإننا نجد أن معدلات النمو في الائتمان للقطاع العام كانت أكبر من معدلات النمو في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص خلال الأعوام 2011-2013. ومع ارتفاع ال(PLR) خلال هذه الأعوام، فإن ذلك قد يعني وجود مزاحمة للقطاع الخاص(Crowding Out). كما أن ارتدادات هذا التوسع بالاقتراض الداخلي الحكومي، وفي ارتفاع الفوائد عليه، كان له آثار سلبية على خدمة الدين من الأقساط والفوائد، حيث وصلت خدمة الدين من الفوائد على الدين الداخلي (550 , 710 ,810) مليون دينار خلال الأعوام (2012 و2013 ,2014) على التوالي. وإذا ما أخذنا بعين الاعتبار أن رصيد الدين الخارجي زاد في عام 2013 بمبلغ(2303) مليون دينار نتيجة إصدارات اليورو بوندز بكفالة الولايات المتحدة، وأيضا زيادة صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من ملكيته لإصدارات الدين العام، فإن ذلك أدى إلى تخفيف الضغط على السيولة لدى البنوك، الأمر الذي أدى إلى تراجع متوسط الفائدة المرجح على السندات والأذونات الحكومية خلال النصف الثاني من عام 2013.

وعند تحليل حركة الإصدارات الربع سنوية لأذونات الخزينة- قصيرة الأجل خلال الأعوام2011-2013 ، وكما هو في الجدول رقم(39). فإننا نجد أن مجموع عدد الإصدارات السنوي من الأذونات أخذ بالتراجع، إلا أن حجم الإصدارات بقي عند مستويات مرتفعة، كما أن

متوسط سعر الفائدة على أذونات الخزينة-قصيرة الأجل أخذ بالارتفاع، وخصوصا في عام 2012. وفي نفس الوقت فإن معدلات تغطية مزادات أذونات الخزينة كانت تنخفض تدريجيا في عام2012، حتى وصلت إلى(1) في الربع الرابع من عام2012 والربع الأول من عام2013، وهو أقل معدل تغطية قياسا بكافة الأعوام السابقة؛ مما يشير إلى صعوبة تمويل عجز الموازنة خلال الأعوام 2011-2013، حيث كان أشدها في عام2012.

جدول رقم (39)

حركة الإصدارات الربعية لأذونات الخزينة للأعوام 2011-2013 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات أذونات الخزينة	المعروض لشراء الأذونات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على الأذونات	عدد الإصدارات
2011	Q1	670.5	1167.5	1.7	3.0%	29
	Q2	237.5	490.8	2.1	3.5%	
	Q3	125	293.0	2.3	3.7%	
	Q4	631	926.5	1.5	3.1%	
2012	Q1	650	828.0	1.3	4.2%	22
	Q2	125	134.5	1.1	5.0%	
	Q3	425	522.5	1.2	5.1%	
	Q4	305	310.0	1.0	6.4%	
2013	Q1	190	193.5	1.0	6.8%	9
	Q2	75	180.5	2.4	5.3%	
	Q3	200	258.0	1.3	5.7%	
	Q4	50	146.0	2.9	4.3%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

أما بخصوص تحليل حركة الإصدارات لسندات الخزينة الربع سنوية خلال الأعوام 2011-2013، وحسبما هو مبين في جدول رقم(40) التالي، فإن عدد الإصدارات من سندات الخزينة تضاعف عما كان عليه في الأعوام السابقة. وهذا يعكس الحاجة المتزايدة للاقتراض الداخلي، حيث أصبحت استحقاقات الأذونات والسندات في السنوات السابقة تتراكم خلال هذه الفترة، مما استدعى إعادة إصدار سندات خزينة لإطفاء مايستحق من أذونات وسندات، ودفع الفوائد عليها(خدمة الدين)، إضافة لتمويل عجز الموازنة.

إن العدد الكبير من إصدارات أذونات الخزينة خلال الأعوام2011-2013 يشير إلى عدم وجود خطة سنوية للإصدارات مُعّدة مسبقا، وهذا يؤثر بشكل كبير في كفاءة الاقتراض من حيث كلفته ومواعيده ومصادره.

وعلى صعيد معدلات التغطية لمزادات السندات خلال الأعوام 2011-2013، فيلاحظ أنها تراجعت بشكل كبير مقارنة بالأعوام السابقة. فقد وصلت معدلات التغطية إلى (1.1) في الربعين الثاني والثالث من عام2012، وإلى (1) في الربع الرابع من نفس العام. ورافق ذلك ارتفاع في متوسط سعر الفائدة المرجح على سندات الخزينة، بل إن بعض الإصدارات في عام 2012 وصل سعر الفائدة عليها(8.6%)، وهو مقارب لسعر فائدة الإقراض الرئيس، الذي يتم بموجبه الإقراض لعملاء القطاع الخاص.

جدول رقم(40)
حركة الإصدارات الربعية لسندات الخزينة للأعوام 2011-2013 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات سندات الخزينة	المعروض لشراء السندات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على السندات	عدد الإصدارات
2011	Q1	557.6	1249.3	2.2	4.5%	48
	Q2	513.7	1027.7	2.0	5.4%	
	Q3	314.7	758.4	2.4	6.5%	
	Q4	1146.8	1994.4	1.7	6.2%	
2012	Q1	637.5	1242.3	1.9	6.7%	67
	Q2	1475.0	1682.1	1.1	6.8%	
	Q3	1050.0	1186.4	1.1	7.5%	
	Q4	1145.0	1167.6	1.0	8.1%	
2013	Q1	1330.0	2363.0	1.8	8.3%	73
	Q2	900.0	1903.1	2.1	6.8%	
	Q3	950.0	1530.6	1.6	6.8%	
	Q4	1145.0	2245.3	1.9	5.8%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

وخلاصة القول أنه يمكن استنتاج أن عام2012 كان أكثر الاعوام الذي واجهت فيه الحكومة صعوبات في تمويل عجز الموازنة. حيث يظهر ذلك جليا من معدلات تغطية المزادات أذونات وسندات الخزينة، حيث كانت معدلات التغطية هي الأقل من بين كل أعوام الدراسة، علاوة على أن أسعار الفائدة على الأذونات والسندات كانت قد شهدت ارتفاعا ملحوظا، ووصل لمستويات غير مسبوقة.

4-4-6 الفترة 2014-2015

هذان العامان كانت فيهما الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية أفضل من الأعوام الثلاثة السابقة نتيجة نمو إجمالي ودائع البنوك، وترافق ذلك مع استمرار الحكومة بإصدار سندات يورو في الأسواق الدولية لتغيير تركيبة الدين العام.

مثل هذه التغيرات أدت إلى تحسن في معدلات تغطية المزادات، وفي تخفيض أسعار الفوائد على الأوراق المالية الحكومية، وحسبما هو مبين في الجدول رقم (41) الذي يبين حركة

الإصدارات الربعية والمتغيرات ذات العلاقة للأعوام 2014 و2015. فقد بلغ مجموع الإصدارات (5935) مليون دينار خلال عام 2014، استخدم الجزء الأكبر منها في إطفاءات الدين الداخلي، وتسديد الفوائد المترتبة عليها. حيث أن رصيد الدين الداخلي ارتفع بمبلغ(1182) مليون دينار في هذا العام، فيما بلغ مجموع الإصدارات (3600) مليون دينار خلال عام 2015، استخدم أيضا الجزء الأكبر منها في إطفاء استحقاقات الدين الداخلي وتسديد الفوائد عليها. ويعود سبب الانخفاض في حجم الإصدارات خلال عام2015 إلى توجه الحكومة للتوسع بالاقتراض الخارجي المكفول من الولايات المتحدة على ضوء انخفاض التصنيف الائتماني للأردن، وارتفاع كلفة التمويل فيما لو تم الاقتراض بدون هذه الكفالة.

جدول رقم(41)

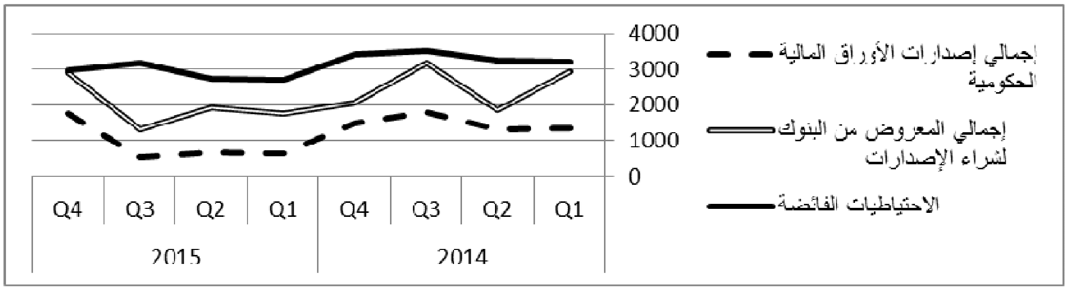
حركة الإصدارات الربعية والمتغيرات ذات العلاقة للأعوام 2014-2015 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إجمالي إصدارات الأوراق المالية الحكومية (Issued)	إجمالي المعروض لشراء الإصدارات (Offered)	معدل التغطية (Bid-to-Cover Ratio)	متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات	سعر الإقراض الرئيسي(PLR)	الاحتياطيات الفائضة	إجمالي الودائع لدى البنوك
2014	Q1	1350	2951	2.2	4.81%	8.76%	3197.5	28524
	Q2	1325	1866	1.4	23.61%	8.74%	3235.5	29388
	Q3	1785	3188	1.8	4.54%	8.74%	3511.5	29746
	Q4	1475	2055	1.4	4.14%	8.72%	3418.5	30261
2015	Q1	625	1773	2.8	4.12%	8.51%	2696.5	31145
	Q2	675	1913	2.8	3.61%	8.46%	2746.5	31784
	Q3	550	1320	2.4	3.80%	8.37%	3171	32246
	Q4	1750	2906	1.7	3.25%	8.37%	2957.5	32599

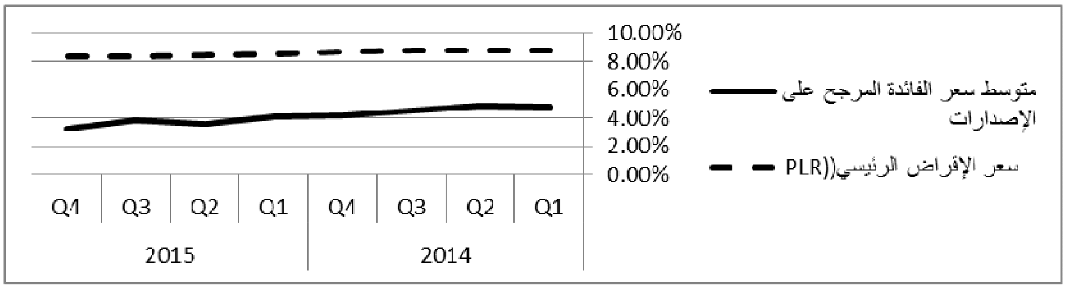
المصدر: نشرات الدين العام، وزارة المالية والنشرات الإحصائية الشهرية، البنك المركزي الأردني.

الشكلان رقم (28) ورقم (29) يبينان حركة الإصدارات والمتغيرات المرتبطة بها وأسعار الفوائد على الأذونات والسندات وسعر الإقراض الرئيسي(PLR) للأعوام 2014-2015. فقد بقيت مستويات السيولة الفائضة متقاربة خلال عامي 2014و2015 نتيجة استمرار نمو ودائع الجهاز المصرفي بنسبة أكبر من النمو في حجم الإصدارات. كما شهدت أسعار الفائدة على السندات والأذونات الحكومية انخفاضاً، وأصبحت معدلات التغطية بشكل عام أفضل قياسا بعامي 2011 و2012. حيث وصلت معدلات تغطية إصدارات الأوراق المالية الحكومية إلى (2.8) في الربعين الأول والثاني من عام 2015، وكان ذلك بسبب انخفاض حجم إصدارات الدين الداخلي،

والذي نجم عن توجه الحكومة لإصدار سندات يورو بوندز في الأسواق الدولية(دين خارجي)، وقيام صندوق استثمار أموال الضمان بزيادة ملكيته من الأوراق المالية الحكومية.



الشكل رقم (28): إصدارات السندات والأذونات والمعروض من البنوك والسيولة الفائضة (2014-2015).



الشكل رقم (29): متوسط سعر الفائدة المرجح على الإصدارات وسعر فائدة الإقراض الرئيسي (PLR) (2014-2015).

على صعيد حركة إصدار أذونات الخزينة الربع سنوية للأعوام2014-2015، وحسبما هو مُبين في الجدول التالي رقم (42):

جدول رقم(42)

حركة الإصدارات الربعية لأذونات الخزينة للأعوام 2014-2015 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات أذونات الخزينة	المعروض لشراء الأذونات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على الأذونات	عدد الإصدارات
2014	Q1	175	471.3	2.7	3.7%	10
	Q2	125	164.6	1.3	3.7%	
	Q3	200	434.0	2.2	3.3%	
	Q4	150	211.0	1.4	3.4%	
2015	Q1	75	228.0	3.0	2.8%	2
	Q2	0	0.0	0.0	0.0%	
	Q3	50	140.0	2.8	2.2%	
	Q4	0	0.0	0.0	0.0%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

ويلاحظ عدد وحجم الإصدارات من أذونات الخزينة انخفض بشكل كبير مقارنه بالأعوام السابقة. وهذا يشير إلى انتهاج الحكومة سياسة تخفيض الاقتراض الداخلي قصير الأجل، كونه

ذلك أصبح يستدعي وبشكل متكرر إعادة إصدار أذونات أو سندات لإطفاء مايستحق خلال الفترة. ويلاحظ أن معدلات التغطية لأذونات الخزينة شهدا تحسنا قياسا بالأعوام 2011 و2012، وكان ذلك مدعوما بنمو ودائع البنوك والاحتياطيات الفائضة، كما انخفض سعر الفائدة على أذونات الخزينة نتيجة لذلك.

أما بخصوص الإصدارات من سندات الخزينة الربع سنوية للأعوام2014-2015. وحسبما هو مُبين بالجدول رقم (43)، فيلاحظ أنه في العام 2014 بلغ عدد الإصدارات(92) إصدارا، كما بلغ حجم الإصدارات(5285) مليون دينار، وهو أعلى مبلغ لإصدار سندات خزينة من بين كافة أعوام الدراسة. ويعود ذلك إلى تكرار الحاجة لإصدار سندات لإطفاء استحقاقات الأذونات والسندات التي كانت مصدرة في الأعوام السابقة، وما يتبع ذلك من خدمتها من الفوائد المستحقة، وهنا يتضح مايسمى بكرة الثلج المتدحرجة (Snowballing Effect).

جدول رقم(43)

حركة الإصدارات الربعية لسندات الخزينة للأعوام 2014-2015 (لأقرب مليون دينار)

السنة	الربع(Q)	إصدارات أذونات الخزينة	المعروض لشراء الأذونات	معدل التغطية	متوسط سعر الفائدة المرجح على الأذونات	عدد الإصدارات
2014	Q1	1175.0	2479.7	2.1	4.9%	92
	Q2	1200.0	1701.1	1.4	4.9%	
	Q3	1585.0	2754.4	1.7	4.7%	
	Q4	1325.0	1843.5	1.4	4.2%	
2015	Q1	550.0	1544.5	2.8	4.3%	52
	Q2	675.0	1912.8	2.8	3.6%	
	Q3	500.0	1180.3	2.4	4.0%	
	Q4	1750.0	2905.9	1.7	3.3%	

المصدر: نشرات الدين العام، مديرية الدين العام، وزارة المالية.

وعلى صعيد معدلات التغطية، فقد شهدت تحسنا في عامي 2014-2015 مقارنة بالفترة2011-2013، إلا أن معدلات التغطية بمجملها خلال هذين العامين لم تصل إلى مستويات معدلات التغطية التي كانت في الأعوام التي سبقت عام 2011.

5-6 مُلكية البنوك والمؤسسات المالية من إصدارات الدين العام الداخلي 2011-2015

من التحليل السابق لكل من الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي، والسيولة الفائضة بالبنوك، ونتائج المزاد على الأوراق المالية الحكومية، ارتأينا تحليل السلوك الفردي لملكية البنوك والمؤسسات المالية الرئيسة من إصدارات الأوراق المالية الحكومية. وحسب ما توفر لنا من معلومات عن الخمسة أعوام الأخيرة من الفترة التي شملتها دراستنا هذه، وهي الأعوام 2011-2015.

ويبين الجدول رقم(44) تحليلا سلوكيا لملكية أكبر ستة بنوك محلية وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من إصدارات الأوراق المالية الحكومية. وشمل التحليل خمسة أعوام للفترة 2011-2015، وهي الأعوام التي واجهت فيها الحكومة صعوبات في الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة، حيث شهدت انخفاضاً في معدلات تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية، وانخفاض التصنيف الائتماني للأردن.

جدول رقم(44)
ملكية البنوك وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من إصدارات الأوراق المالية الحكومية (لأقرب مليون دينار)

اسم البنك	2011		2012		2013		2014		2015	
	الرصيد	الأهمية النسبية	الرصيد	الأهمية النسبية	الرصيد	الأهمية النسبية	الرصيد	الأهمية النسبية	الرصيد	الأهمية النسبية
الإسكان	1687	26%	1889	26%	1981	26%	1946	22%	1888	23%
العربي	1368	%21	1470	20%	1461	19%	1637	19%	1618	20%
الأهلي	161	%2	128	2%	215	3%	324	4%	535	6%
الاتحاد	177	%3	174	2%	336	4%	518	6%	525	6%
الأردني الكويتي	272	%4	171	2%	228	3%	368	4%	417	5%
المال	255	%4	329	5%	435	6%	551	6%	344	4%
باقي البنوك	2666	%40	3078	43%	2939	39%	3404	39%	2925	35%
مجموع البنوك	**6586**	%100	**7239**	%100	**7595**	%100	**8748**	%100	**8252**	%100
صندوق استثمار أموال الضمان	**1369**		**1615**		**2028**		**2817**		**3320**	

المصدر: البيانات المالية للبنوك، وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، والبنك المركزي الأردني.

فالبنوك المحلية والصناديق الاستثمارية والمؤسسات المالية، كشركات التأمين، تقوم بتنويع محفظتها الائتمانية من القروض والأوراق المالية الحكومية وإسناد القروض تبعا لعوامل عدة، أهمها: السيولة المتوفرة لديها والعائد على المحفظة الائتمانية والمخاطر الائتمانية المصاحبة لنوع المحفظة.

وإذ إنّ الأوراق المالية الحكومية تعتبر خالية من المخاطر، ولا تدخل ضمن التركزات الائتمانية، فيكون هناك رغبة لدى البنوك بالاحتفاظ بهذه الأوراق، وخصوصا إذا كانت ذات عائد مناسب. ويبقى القيد الأساس على حجم محفظتها من الأوراق الحكومية مقدار ما لديها من سيولة تستطيع توظيفها في هذه الأوراق، وهذا يتبع سياساتها الداخلية من خلال إدارة الموجودات والمطلوبات. كما أن الصناديق الاستثمارية، كصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي غالبا يكون لديها سياسة استثمارية، ومعدل عائد داخلي مستهدف، وتسعى لتنويع استثماراتها في ضوء السيولة المتوفرة ومخاطر الاستثمار.

من الجدول السابق رقم(44) يلاحظ أن أكبر بنكين في الأردن، وهما: الإسكان والعربي قد إستحوذا على الحصة الأكبر من ملكية إصدارات الأوراق المالية الحكومية من بين البنوك المحلية ، حيث بلغت نسبة ملكيتهما (47%) في عام 2011، وتراجعت هذه النسبة خلال الأعوام 2012-2015، وبنسب مختلفة، وأصبحت حصتهما تشكل (43%) في عام2015. وفي المقابل زادت البنوك الأخرى من ملكيتها لهذه الإصدارات.

ويعود السبب في تغير سلوك البنوك تجاه ملكية الأوراق المالية الحكومية لعدة أسباب ، فالبنوك تراعي السيولة الفائضة لديها، والعائد والمخاطر، وتبعا لسياستها الداخلية في إدارة الموجودات والمطلوبات.

كما يلعب التصنيف الائتماني والعوامل المؤثرة به دورا هاما في نسبة الملكية من الأوراق المالية الحكومية. ذلك أن مؤسسات التصنيف تأخذ بعين الاعتبار نوعية الأصول والسيولة في الحسبان عند تصنيفها للمؤسسات المالية، و منها البنوك، حيث أن تصنيف أي بنك يخضع لسقف تصنيف الدولة. وبالتالي فإن تراجع التصنيف الائتماني للأردن خلال الأعوام 2011 و 2013، وفق ما تطرقنا له في الفصول السابقة، وحسب الجدولين ذوات الأرقام(12)و(13)، فقد أثر ذلك على تصنيف البنوك الأردنية التي لديها تصنيف ائتماني. وعلى سبيل المثال فإن التصنيف الائتماني لأكبر بنك محلي، وهو البنك العربي كان ومنذ عام2003 مصنف بدرجة(BBB)، ونظرة مستقرة من قبل وكالة(S&P)، وفي شهر2010/3 تم تخفيضه إلى(-BBB)، وفي شهر2011/2 تم تخفيضه إلى(+BB)، مع نظرة سلبية، وهذا يعني أن هناك احتمالاً لتخفيض التصنيف في الفترة اللاحقة، وهذا ما تم في شهر2011/11، حيث تم تخفيض التصنيف إلى(BB)، مع نظرة سلبية. وفي شهر2013/5 تم تخفيضه مرة أخرى إلى(-BB)، مع نظرة سلبية، وهو التصنيف الذي مازال قائما حتى الآن(2016, S&P). وتعود أسباب تخفيض التصنيف بشكل أساسي إلى معايير

التصنيف المرتبطة بجودة المحفظة والسيولة والمخاطر والتصنيف الائتماني للأردن. فتخفيض التصنيف كان له تأثير سلبي على رغبة البنك العربي بالاحتفاظ بمزيد من الأوراق المالية الحكومية، وهذا واضح من الأهمية النسبية لحجم الأوراق المالية الحكومية لديه. فقد كانت تمثل (21%) في عام 2011، وتراجعت إلى(20%) في عام 2015، علما أن الأصل ومع زيادة حجم ودائع البنك العربي، أن تزيد هذه النسبة أو يحافظ عليها، وماينطبق على البنك العربي ينطبق على بنك الإسكان.

كما يبين الجدول رقم(45) التغير في تركيبة ملكية الأوراق المالية الحكومية، والتي تم احتسابها اعتمادا على البيانات الواردة في الجدول السابق رقم(44). حيث يلاحظ أن صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي زاد رصيد محفظته من الأوراق المالية الحكومية من (1369) مليون دينار في عام 2011 إلى (1615) مليون دينار في عام2012، وبنسبة نمو (18%). وفي عام 2013 زادت ملكية الصندوق من إصدارات الأوراق المالية الحكومية بمبلغ(413) مليون دينار، وبنسبة نمو (26%)، ليصل الرصيد(2028) مليون دينار. وشهد العام 2014 قفزة كبيرة في هذه الملكية لتصبح(2817) مليون دينار، وبنسبة نمو (39%). كما تم زيادة محفظة الصندوق بمبلغ(503) مليون دينار، لتصل إلى(3320) مليون دينار في عام 2015، وبنسبة نمو(18%). ويلاحظ أن ملكية صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من الأوراق المالية الحكومية تضاعف خلال خمس سنوات، وأصبحت تمثل ما نسبته (29%)، في حين كانت هذه النسبة (17%) في عام 2011.

جدول رقم(45)

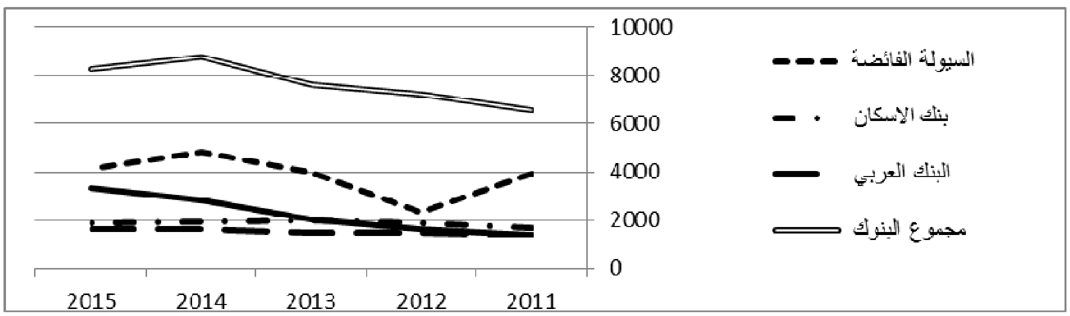
تركيبة ملكية الأوراق المالية الحكومية(%)

البيان/السنة	2011	2012	2013	2014	2015
نمو ملكية مجموع البنوك التجارية(%)	-	10%	5%	15%	-6%
الأهمية النسبية لملكية البنوك التجارية(%)	83%	82%	79%	76%	71%
نمو ملكية صندوق استثمار أموال الضمان الإجتماعي(%)	-	18%	26%	39%	18%
الأهمية النسبية لملكية صندوق استثمار أموال الاجتماعي(%) الضمان	17%	18%	21%	24%	29%

وإذا تم مقارنة ملكية صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي مع ملكية البنوك المحلية، فقد كان النمو فيها أكبر، حيث بلغت نسب النمو في ملكية البنوك من إصدارات الأوراق المالية الحكومية (10% ,5% , 15%، -6%) للأعوام 2012-2015 على التوالي، وهي أقل بكثير من

نسب النمو في ملكية صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من هذه الإصدارات، حيث بلغت نسب النمو في ملكية صندوق استثمار أموال الضمان الإجتماعي(18% ،26% ،39% ،18%) على التوالي خلال العوام2012-2015.

إن هذا يفسر أنه بسبب تدخّل صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي لزيادة حصته، وخصوصا بعد العام 2012، فقد أدى ذلك إلى تخفيض أسعار الفوائد على إصدارات الدين العام الداخلي ككل، وبشكل كبير. هذا حدّ من قدرة البنوك على رفع الفائدة على هذه الإصدارات، فأصبحت غير جاذبة بنفس الدرجة التي كانت عليها سابقا، وساعد في ذلك قيام الحكومة بإصدار سندات يورو بوندز بكفالة الولايات المتحدة بهدف تخفيض اللجوء للاقتراض الداخلي وتخفيض كُلفة خدمة الدين العام.



الشكل رقم (30): السيولة الفائضة وملكية البنوك وصندوق استثمار أموال الضمان من الأوراق المالية الحكومية.

الشكل رقم (30) أعلاه يبين اتجاه كل من السيولة الفائضة لدى البنوك، وملكية أكبر بنكين ومجموع ملكية البنوك، وملكية صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من إصدارات الأوراق المالية الحكومية المحلية. حيث يلاحظ أن النمو في ملكية أكبر بنكين من الأوراق المالية الحكومية كان أقل منه لدى الصندوق، وصاحب ذلك تراجعاً في رصيد ملكية مجموع البنوك. فقد بقيت وتيرة ملكية صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي مستمرة بالارتفاع، وهذا سمح للسيولة الفائضة في البنوك التجارية بالارتفاع في الأعوام 2013 و2014. ورغم تراجعها في عام 2015، إلا أنها بقيت أعلى من مستواها في الأعوام التي سبقت عام 2012.

الفصل السابع

التحليل القياسي

1-7 تمهيد

تم توظيف منهج التحليل القياسي لتحليل وتفسير أثر المتغيرات التي أدت إلى صعوبات في تمويل عجز الموازنة، فالنماذج القياسية عبارة عن معادلة أومجموعة معادلات تمثل علاقة أو منظومة من العلاقات تربط بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية، وتكمن أهميتها في التحليل والقياس والتقدير الكمي من حيث حجم التأثير، واتجاهه لعوامل معينة ومحددة سلفا على المتغير موضوع الدراسة.

2-7 النموذج القياسي وتعريف المتغيرات

لغايات بناء النموذج القياسي في هذه الدراسة، فقد تم تعريف متغير صعوبة الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة على أنه معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية (الأذونات والسندات)Bid-to-Cover Ratio. وهو يمثل رغبة البنوك وقدرتها على تغطية المزادات، من خلال قيامها بشراء ما يتم طرحه في مزادات الأوراق المالية الحكومية (Auctions)، التي يقوم بها البنك المركزي الأردني نيابة عن الحكومة. وكما أشرنا سابقا في هذه الدراسة فإن معدل التغطية يعتبر مؤشراً على مدى نجاح مزادات الأوراق المالية الحكومية، لذا تم إختياره في هذه الدراسة كمؤشر لصعوبة الإقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة.

فكلما ازداد إقبال البنوك على الشراء فإن هذا يرفع معدل تغطية المزادات؛ مما يعني سهولة في حصول الحكومة على التمويل. أما إذا انخفض إقبال البنوك على شراء الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي ينخفض معدل تغطية المزادات، وهذا يعني صعوبة في الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة. وقد سبق وتم تحليل معدلات التغطية خلال الفصل السادس من الدراسة.

وقد تم تصنيف المتغير التابع وهو معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية إلى ثلاثة معادلات تبعا لنوع الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي يصبح لدينا ثلاثة نماذج قياسية، يتغير فيها المتغير التابع وفقا لأجل (عُمر) الأوراق المالية الحكومية كالتالي:

- النموذج الأول: معدل التغطية الإجمالي، وهو يساوي المبلغ المعروض من البنوك لشراء الأذونات والسندات (Total Offered Amount) مقسوما على مبلغ الإصدار الفعلي من هذه الأذونات والسندات (Total Issued Amount)، وسيأخذ الرمز($\boldsymbol{Y_1}$).

- النموذج الثاني: معدل تغطية أذونات الخزينة -قصيرة الأجل-عمرها سنة فأقل، وهو يساوي المبلغ المعروض من البنوك لشراء أذونات الخزينة (Offered Amount to buy Treasury Bills) مقسوما على مبلغ الإصدار الفعلي من هذه الأذونات Issued Amount of Treasury (Bills)، وسيرمز له(Y_2).
- النموذج الثالث: معدل تغطية سندات الخزينة -متوسطة وطويلة الأجل التي عمرها أكثر من سنة، وهو يساوي المبلغ المعروض من البنوك لشراء سندات الخزينة (Offered Amount to buy Treasury bonds) مقسوما على مبلغ الإصدار الفعلي من هذه السندات (Issued Amount of Treasury Bonds)، وسيرمز له(Y_3).

وقد تبنّت الدراسة بعض العوامل(المتغيرات) التي يتوقع أن يكون لها تأثير في صعوبة تمويل عجز الموازنة. حيث يهدف النموذج القياسي إلى تفسير أثر العوامل المستقلة التي تم إدخالها بالنموذج القياسي على المتغير التابع. أما العوامل أو المتغيرات المستقلة(التفسيرية) التي تم إدخالها في النموذج القياسي، والتي نعتقد أن لها تأثير على معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية(المتغير التابع) (Y_1, Y_2, Y_3)، هي كما يلي:

- نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي(X_1).
- نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي(X_2).
- نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي(X_3).
- سعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء(X_4).

ويبين الجدول التالي رقم(46) تعريفا للمتغيرات الداخلة في هذه الدالة:

جدول رقم(46)

متغيرات دالة صعوبة تمويل عجز الموازنة

اسم المتغير	نوع المتغير	رمز المتغير
معدل التغطية الإجمالي (مجموع الأذونات والسندات معاً)	تابع	Y_1
معدل تغطية أذونات الخزينة (قصيرة الأجل-عمرها سنة فأقل)	تابع	Y_2
معدل تغطية سندات الخزينة (متوسطة وطويلة الأجل-عمرها أكثر من سنة)،	تابع	Y_3
نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي	مستقل	X_1
نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي	مستقل	X_2
نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي	مستقل	X_3
سعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء	مستقل	X_4

لذا فإن دالّة صعوبة تمويل عجز الموازنة التي تقترحتها الدراسة هيَ:

$$Y_{it}= f(X_{1t},X_{2t},X_{3t},X_{4t},u_{it}) \quad , i= 1, 2 ,3$$

وبناءً عليه تكون صيغة النماذج القياسية الثلاثة كالتالي:

- النموذج الأول: معدل تغطية الأوراق المالية الحكومية الإجمالي:

$$Y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11}X_{1t} + \beta_{12}X_{2t} + \beta_{13}X_{3t} + \beta_{14}X_{4t} + u_{1t} \dots\dots(1)$$

- النموذج الثاني: معدل تغطية أذونات الخزينة (قصيرة الأجل):

$$Y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21}X_{1t} + \beta_{22}X_{2t} + \beta_{23}X_{3t} + \beta_{24}X_{4t} + u_{2t} \dots\dots(2)$$

- النموذج الثالث: معدل تغطية سندات الخزينة (متوسطة وطويلة الأجل):

$$Y_{3t} = \beta_{30} + \beta_{31}X_{1t} + \beta_{32}X_{2t} + \beta_{33}X_{3t} + \beta_{34}X_{4t} + u_{3t} \dots\dots(3)$$

حيث أنu_{it} : تمثل حد الخطأ، i=1,2,3 ، β تمثل المعلمات.

وكون فترة الدراسة هي للأعوام 2005-2015، والبيانات التي سيتم تحليلها هي ربع سنوية، فإن عدد المشاهدات للمتغير الواحد تكون(44)مشاهدة.

أمّا تأثير المتغيرات التفسيرية (المستقلة)على المتغير التابع، والإطار النظري لها فهو كالتالي:

- نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي (X_1):

يمثل هذا المتغير رصيد الودائع الفائضة للبنوك التجارية لدى البنك المركزي الأردني منسوباً الى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي، وهو يعبر عن مايتوفر للبنوك التجارية من سيولة تستطيع من خلاله شراء الأوراق المالية الحكومية. فكلما زادت هذه النسبة، فإن ذلك غالباً يوثر إيجابا على معدلات التغطية، حيث تصبح البنوك أكثر رغبة وقدرة على تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية، وخصوصاً أن الأوراق المالية الحكومية تُعتبر خالية المخاطر. ونشير هنا إلى دراسة (Bonner,2014) التي سبق وتطرقنا لها، حيث أن معدل السيولة والاحتياطيات كان أحد المتغيرات المستقلة الذي أخذته دراسته كعامل مؤثر في طلب البنوك على السندات الحكومية.

- نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي (X_2):

يتوقع أن يكون تأثيره سلبيا على المتغير التابع، فكلما زاد رصيد الائتمان الممنوح للقطاع الخاص نسبة إلى إجمالي الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي، فإن ذلك يعني زيادة موجودات البنوك. وتبعاً للسياسة الاستثمارية لديها، وإدارة الموجودات والمطلوبات، فإن قدرة البنوك ورغبتها في امتلاك الأوراق المالية الحكومية ستنخفض كلما زاد رصيد الائتمان(الإقراض) الممنوح للقطاع الخاص، وخصوصا أن العائد عليه عادة مايكون أعلى من العائد على الأوراق المالية الحكومية بإعتبار أن الهدف الأساسي للبنوك هو تعظيم الأرباح(Profit Maximizing). يُضاف لذلك أن البنوك الأردنية تتمتع بنسب كفاية رأسمال أعلى من المعدل المطلوب منها(البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي للسنوات 2012-2015)؛ مما يعني انخفاض العوائق أمام البنوك لزيادة رصيد الائتمان للقطاع الخاص. إلا أنه في بعض الأحيان تسعى البنوك التجارية إلى زيادة محفظتها من الأوراق المالية الحكومية كلما زاد رصيد الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، وخصوصا تلك البنوك التي تتمتع بمستويات سيولة مرتفعة، وتسعى إلى تنويع محفظتها، أو تحافظ على مزيج أو تركيبة معينة متنوعة في محفظتها الائتمانية الممنوحة للقطاعين العام والخاص.

- نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي (X_3):

إن حجم الإصدارات الفعلي يمثل ما تحتاجه الحكومة لتمويل عجز الموازنة، وتسديد(إطفاء) السندات والأذونات التي تستحق خلال الفترة، ودفع الفوائد المستحقة عليها، لذا فإنه كلما زادت نسبة عجز الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فإن الحكومة ستكون مدفوعة للاقتراض. كما أن البنوك يكون لديها الحافز لطلب شراء سندات وأذونات خزينة حتى تضمن على الأقل تسديد السندات والأذونات المستحقة التي تملكها، خصوصا أن الإئتمان الممنوح للحكومة لا يدخل ضمن حدود التركزات الإئتمانية حسب تعليمات حدود الإئتمان الصادرة عن البنك المركزي الأردني. لذا من المتوقع أن هذا المتغير قد يكون له أثر إيجابي على معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية في الأجل القصير.

أما في الأجل الطويل وكون نسبة العجز بالموازنة للناتج المحلي الإجمالي تعتبر من العوامل المؤثرة في التصنيف الإئتماني- حسب ماتنولناه في الفصل الثاني من هذه الدراسة-، لذا يتوقع أن تأثير هذا المتغير سالبا على المتغر التابع، وخصوصا أن هذا أيضا سينعكس سلبا على

تصنيف البنك. ونشير هنا إلى دراسة(Adelino,2014) حول العلاقة بين التصنيف الإئتماني للبنوك وحجم إقراضها، والتي بيّنت أن العوامل التي تؤثر على التصنيف الإئتماني تتعلق بمتغيرات كلية على مستوى الإقتصاد، وأيضا على مستوى كل بنك من البنوك. حيث يبقى التصنيف السيادي من العوامل المهمة المؤثرة في تصنيف البنوك، وهذا يجعل البنوك تأخذ بالحسبان التصنيف الإئتماني عند دخولها في مزادات الأوراق المالية الحكومية.

- سعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء(X_4):

إن البنوك بطبيعتها تهدف الى الربح(Profit Maximizing)، وعند رغبتها بشراء الأوراق المالية الحكومية، فإنها تستأنس بسعرفائدة الإقراض الرئيسي(Prime Lending Rate-PLR)، كونه يعتبر عاملا مهما في تسعير الأوراق المالية الحكومية، ويعتمد معدل تغطية المزادات(المتغير التابع) بشكل أو بآخر عليه. ففي الحالات التي ترى البنوك التجارية أنها قادرة على تحصيل أسعار فوائد أعلى عند تسعيرها الأذونات والسندات الحكومية، فإنه سيتولد لديه رغبة أكبر في الشراء،وبالتالي زيادة معدل التغطية. وقد يكون هذا الأثر الإيجابي أكثر وضوحا في الأجل القصير، أي عند شراء أذونات الخزينة(قصيرة الأجل). أما عند الدخول في المزاد لشراء سندات الخزينة(متوسطة وطويلة الأجل)، فإن سعر فائدة الإقراض الرئيس قد يكون له أثر سلبي على معدلات التغطية. ذلك أن هذا السعر قد يكون أكثر عًرضة للتغير مستقبلا، وخصوصا أنه لايوجد قيود من البنك المركزي على تسعير القروض الممنوحة للقطاع الخاص، وبالتالي وفي ظل أن الفائدة ثابتة على سندات الخزينة، فإنه في المدى المتوسط قد يكون لسعر فائدة الإقراض الرئيسي أثر سلبي على معدلات تغطية مزادات سندات الخزينة.

3-7 اختبار استقرار السلاسل الزمنية

يُعتبر اختبار أو فحص استقرارية السلاسل الزمنية (Stationary) ضرورياً لتجنب الانحدار الزائف(Spurious Regression)، وعادة مايتم ذلك قبل إجراء عملية التحليل. ويهدف هذا الاختبار إلى التأكد من صحة العلاقة المُقدرة بين المتغيرات الاقتصادية، كما أنه يساهم في التوصل إلى الأسلوب أو طريقة تحليل الانحدار القياسي التي تتناسب وطبيعة بيانات السلاسل الزمنية. إن عدم ثبات الوسط الحسابي يعتبر السِمة العامة التي تغلب على بيانات السلاسل الزمنية، وذلك لكون المتغيرات الاقتصادية قد تتزايد أو تتناقص عبر الزمن، فيصبح استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية ((Ordinary Least Squares(OLS)غير مناسب، وتكون النتائج زائفة (Spurious).

لقد تم استخدام اختبار ديكي-فولر الموسّع((Augmented Dickey-Fuller(ADF)، الذي يقوم على أساس تحويل المتغيرات غير المستقرة إلى مستقرة، وذلك من خلال إستخدام الفروق للمتغيرات غير المستقرة، ويأخُذ هذا الاختبار صيغة عامة(Gujarati,2004)، وكالتالي:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \beta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث أن : Y_t تمثل متغيرات الدراسة في الزمن t، T تمثل المتجه الزمني(Trend)،

ε_t تمثل حدّ الخطأ، n تمثل عدد فترات التباطؤ الازمة لإلغاء ارتباط حد الخطأ ε .

ووفقاً لاختبار ديكي-فولر الموسّع(ADF)، تُعتبر السلسلة الزمنية مستقرة إذا كانت قيم (تاو/T) المحسوبة (المطلقة) أكبر من قيمتها الحرجة المستخرجة من جدول ماكينون (Mackinnon)، وعندها يتم رفض فرضية عدم استقرار السلسلة الزمنية (الفرضية الصفرية)، ويتم قبول فرضية استقرار السلسلة الزمنية في المستوى (الفرضية البديلة)، وتكون متكاملة من الدرجةI(0) ، وبعدها يمكننا استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية(OLS)مباشرة في التحليل(Gujarati,2004). أمّا إن كانت السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية غير مستقرة، فنحتاج لمزيد من التحليلات لاختيار الشكل المناسب للنموذج القياسي.

لدى إجراء اختبار استقرار السلاسل الزمنية لبيانات المتغيرات الاقتصادية الداخلة بالدراسة باستخدام اختبارديكي-فولر الموسّع(ADF)، فقد كانت النتائج وفقاً للجدول رقم(47) التالي:

جدول رقم(47)

نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية، اختبار ديكي فولر الموسّع(ADF)

المتغير	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة	فترة التباطؤ	درجة الاستقرار	مستوى الدلالة
Y_1	3.94-	3.59-	0	مستوى* :I(0)	%1
Y_2	6.18-	3.59-	0	مستوى* :I(0)	%1
Y_3	5.97-	3.59-	0	مستوى * :I(0)	%1
X_1	4.82-	2.62-	0	فرق أول ** :I(1)	%1
X_2	5.91-	2.62-	0	فرق أول ** :I(1)	%1
X_3	12.17-	3.61-	2	فرق أول * :I(1)	%1
X_4	6.01-	2.62-	0	فرق أول ** :I(1)	%1

*: مع الحد الثابت(المقطع)، **: بدون الحد الثابت(المقطع)والمتجه الزمني.

من الجدول السابق يتبين أنه لدينا ثلاثة متغيرات مستقرة على المستوى وأربعة متغيرات مستقرة على الفرق الأول، حيث أن قيّم (تاو/T) المحسوبة(المطلقة) أكبر من قيمتها الحرجة المستخرجة من جدول ماكينون(Mackinnon)، لذا نرفض فرضية عدم استقرار السلسلة الزمنية(الفرضية الصفرية(H_0))، ونقبل الفرضية البديلة(H_a)؛ وهي استقرار السلسلة الزمنية في المستوى. وكون أن بعض المتغيرات مستقرة على المستوى، وبعضها مستقر على الفرق الأول؛ مما يعني أننا قد لا نستطيع إجراء تحليل الانحدار إلا إذا أخذنا الفرق الأول لجميع السلاسل الزمنية. ومع احتمال مواجهة مشكلة فقدان العلاقة طويلة الأمد، فقد يصبح من الصعب تفسير المعلمات التي تم تقديرها في النموذج.

كما أننا لا نستطيع استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Squares-OLS)، لأنها تعطي نتائج منحازة. ويكون البديل استخدام أحد طرق التقدير الإخرى مثل طريقة المربعات الصغرى المعدّلة كلياً ((Fully Modified OLS(FMOLS).

وهذه الطريقة تم تقديمها في عام 1990 من قبل (Hansen&Philips)، وتمتاز بأنها تأخذ بالحسبان عدم استقرار(سكون) بيانات السلاسل الزمنية عند نفس المستوى للمتغيرات الاقتصادية الداخلة في النموذج القياسي. كما لا تتطلب أخذ الفرق الأول أو الثاني في حال وجدنا تكاملاً مشتركاً بين متغيرات النموذج القياسي، فهي تعمل على تلافي مشكلة الاعتماد المتداخل بين المتغيرات (Endogeneity of Varibles)، كما تُعالج مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)؛ وذلك بإيجاد وسيط غير مُتحيز، ويُقارب التوزيع الطبيعي، من خلال تصحيح غير معلمي على المتغير التابع وحدّ الخطأ، وبالتالي نصل إلى تقديرات مُتّسقة. لذا فإنه لابد أولاً من إجراء اختبار التكامل المشترك.

4-7 اختبار التكامل المشترك

لدى إجراء اختبار جوهانسون للتكامل المشترك (Johansen Cointegration Test)، وذلك لاختبار وجود علاقة اقتصادية في الأجل الطويل بين متغيرات النموذج القياسي، فقد تبيّن وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الداخلة في معادلة النموذج القياسي، وحسب ماهو وارد في الجداول التالية أرقام(48) و(49) و(50)؛ التي تبين نتائج اختبار الفرضية الصفرية (H_0) بأن عدد متجهات التكامل المشترك أقل من أو تساوي (r):

جدول رقم(48)

نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك

النموذج الأول: معدل التغطية الإجمالي (مجموع الأذونات والسندات معاً)

(r: عدد متجهات التكامل المشترك) (مستوى المعنوية:5%)

الفرضية الصفرية	إحصائية الأثر (Trace)	القيمة الحرجة (الجدولية)	الاحتمالية	إحصائية القيمة العظمى (Maximum Eigen)	القيمة الحرجة (الجدولية)	الاحتمالية
r = 0	149.99	88.8	0.000	72.49	38.33	0.000
r ≤ 1	76.89	63.88	0.003	40.16	32.12	0.004
r ≤ 2	36.74	42.92	0.181	17.61	25.82	0.408
r ≤ 3	19.13	25.87	0.273	13.40	19.39	0.297
r ≤ 4	5.72	12.52	0.496	5.72	12.52	00.496

يلاحظ من الجدول السابق، الذي يبين نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (معدل التغطية الإجمالي (مجموع الأذونات والسندات معاً)) ما يلي:

- نتائج اختبار الأثر (Trace Test): أظهرت وجود متجهين للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج القياسي الأول، عند مستوى معنوية (5%)؛ فقد تبين أن قيمة إحصائية الأثر (Trace Statistic) أكبر من القيمة الجدولية (Critical Value) بالصفين الأول والثاني في الجدول أعلاه، لذا نرفض الفرضية الصفرية(H_0) ونقول أن هنالك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، كما تم قبول الفرضية الصفرية(H0) بباقي الصفوف؛ لذا فإن عدد متجهات التكامل المشترك تساوي اثنين(r=2).

- نتائج اختبار القيمة العظمى (Max. Eigen Value): أشارت إلى وجود متجهين للتكامل المشترك بين هذه المتغيرات، عند مستوى المعنوية (5%) ؛ فقد تبين أن قيمة (Max. Eigen Value) بالصقين الأول والثاني أكبر من القيمة الجدولية (Critical value) ، وبناء عليه نرفض الفرضية الصفرية (H_0) ، ونقبل الفرضية البديلة (H_a) التي تتضمن وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج القياسي (أي أن هناك علاقة اقتصادية بين هذه المتغيرات). كما تم قبول الفرضية الصفرية(H_0) بباقي الصفوف في نتائج هذا الاختبار، وحسب ما هو مُبيّن بالجدول السابق، لذا فإن عدد متجهات التكامل المشترك وفقا لهذا الاختبار هي اثنين(r=2).

جدول رقم(49)

نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك

النموذج الثاني: معدل تغطية أذونات الخزينة (قصيرة الأجل-عمرها سنة فأقل)

(r: عدد متجهات التكامل المشترك)   (مستوى المعنوية:5%)

الفرضية الصفرية	إحصائية الأثر (Trace)	القيمة الحرجة (الجدولية)	الاحتمالية	إحصائية القيمة العظمى (Maximum Eigen)	القيمة الحرجة (الجدولية)	الاحتمالية
r = 0	92.65	69.82	0.000	37.48	33.88	0.018
r ≤ 1	55.17	47.86	0.009	27.50	27.58	0.051
r ≤ 2	27.67	29.79	0.086	14.16	21.13	0.352
r ≤ 3	13.51	15.49	0.097	11.49	14.26	0.131
r ≤ 4	2.02	3.84	0.156	2.02	3.84	0.156

يلاحظ من الجدول السابق رقم(49)، الذي يبين نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني (معدل تغطية أذونات الخزينة (قصيرة الأجل-عمرها سنة فأقل)) ما يلي:

- نتائج اختبار الأثر (Trace Test): أظهرت وجود متجهين للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج القياسي الثاني، عند مستوى المعنوية (5%)؛ فقد تبين أن قيمة إحصائية الأثر (Trace Statistic) أكبر من القيمة الجدولية (Critical Value) بالصفين الأول والثاني في الجدول أعلاه، لذا نرفض الفرضية الصفرية(H_0) ونقول أن هنالك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، كما تم قبول الفرضية الصفرية(H0) بباقي الصفوف؛ لذا فإن عدد متجهات التكامل المشترك تساوي اثنين(r=2).

- نتائج اختبار القيمة العظمى (Max. Eigen Value): أشارت إلى وجود متجه واحد للتكامل المشترك بين هذه المتغيرات، عند مستوى المعنوية (5%)؛ فقد تبين أن قيمة (Max. Eigen Value) بالصف الأول أكبر من القيمة الجدولية (Critical value)، وبناء عليه نرفض الفرضية الصفرية(H_0)، ونقبل الفرضية البديلة(H_a) التي تتضمن وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج القياسي (أي أن هناك علاقة اقتصادية بين هذه المتغيرات). كما تم قبول الفرضية الصفرية(H_0) بباقي الصفوف في نتائج هذا الاختبار، وحسب ما هو مُبيّن بالجدول السابق، لذا فإن عدد متجهات التكامل المشترك وفقا لهذا الاختبار هي واحد(r=1).

جدول رقم(50) **نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك** **النموذج الثالث: معدل تغطية سندات الخزينة (متوسطة وطويلة الأجل-عمرها أكثر من سنة)** **(r: عدد متجهات التكامل المشترك) (مستوى المعنوية:5%)**						
الفرضية الصفرية	إحصائية الأثر (Trace)	القيمة الحرجة (الجدولية)	الاحتمالية	إحصائية القيمة العظمى (Maximum Eigen)	القيمة الحرجة (الجدولية)	الاحتمالية
r = 0	131.95	88.80	0.000	61.81	38.33	0.000
r ≤ 1	70.14	63.88	0.014	35.88	32.12	0.017
r ≤ 2	34.27	42.92	0.276	16.27	25.82	0.521
r ≤ 3	17.99	25.87	0.344	13.78	19.39	0.269
r ≤ 4	4.22	12.52	0.711	4.22	12.52	0.711

يلاحظ من الجدول أعلاه رقم (50)، الذي يبين نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث (معدل تغطية سندات الخزينة (متوسطة وطويلة الأجل-عمرها أكثر من سنة)) ما يلي:

- نتائج اختبار الأثر (Trace Test): أظهرت وجود متجهين للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج القياسي الثاني، عند مستوى المعنوية (5%)؛ فقد تبين أن قيمة إحصائية الأثر (Trace Statistic) أكبر من القيمة الجدولية (Critical Value) بالصفين الأول والثاني في الجدول أعلاه، لذا نرفض الفرضية الصفرية(H_0)، ونقول أن هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، كما تم قبول الفرضية الصفرية(H_0) بباقي الصفوف؛ لذا فإن عدد متجهات التكامل المشترك تساوي اثنين(r=2).

- نتائج اختبار القيمة العظمى (Max. Eigen Value): أشارت إلى وجود متجهين للتكامل المشترك بين هذه المتغيرات، عند مستوى معنوية (5%)؛ فقد تبين أن قيمة (Max. Eigen Value) بالصفين الأول والثاني أكبر من القيمة الجدولية (Critical value)، وبناء عليه نرفض الفرضية الصفرية(H_0)، ونقبل الفرضية البديلة(H_a) ، التي تتضمن وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج القياسي (أي أن هناك علاقة اقتصادية بين هذه المتغيرات). كما تم قبول الفرضية الصفرية(H_0) بباقي الصفوف في نتائج هذا الاختبار، وحسب ما هو مُبيّن بالجدول السابق، لذا فإن عدد متجهات التكامل المشترك وفقا لهذا الاختبار هي اثنين(r=2).

5-7 نتائج التقدير

بناءً على نتائج اختبار الاستقرار - ديكي-فولر الموّسع(ADF)-، فقد تبين أن المتغيرات الداخلة بالنماذج القياسية غير مستقرة على نفس المستوى، لذلك لانستطيع استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، لأنها تعطي نتائج منحازة. وفي ظل وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج حسب اختباريّ الأثر والقيمة العظمى، فقد تم إستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة كلياً(FMOLS)، وقد كانت نتائج التقدير على النحو المبين في الجدول رقم(51) التالي:

جدول رقم(51)
نتائج تقدير النماذج القياسية باستخدام طريقة(FMOLS)
عدد المشاهدات بعد التعديلات: (43)، فترة العينة:(2005Q2-2015Q4)

المتغير التابع لكل نموذج قياسي / المتغيرات المستقلة لكل نموذج قياسي		معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الإجمالي(النموذج القياسي الأول)		معدل تغطية مزادات الأذونات(النموذج القياسي الثاني)		معدل تغطية مزادات السندات(النموذج القياسي الثالث)	
		Y_1		Y_2		Y_3	
		قيمة المعلمة β	Prob.	قيمة المعلمة β	Prob.	قيمة المعلمة β	Prob.
المقطع	C	3.155 -	0.114	5.027 -	0.034	6.259 -	0.000
نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي	X_1	5.014	0.000	5.754	0.000	7.174	0.000
نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى اجمالي الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي	X_2	4.012	0.008	5.614	0.002	11.119	0.000
نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي	X_3	2.234	0.027	2.344	0.046	1.531 -	0.014
سعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء	X_4	26.142	0.077	33.603	0.053	17.411 -	0.059
المتجه الزمني	@Trend	--		--		0.061	0.000
R-Squared		0.29		0.20		0.29	
Adjusted R-Squared =		0.22		0.11		0.20	

حيث يلاحظ أن كافة المتغيرات المستقلة الداخلة في النماذج القياسية الثلاثة كانت ذات معنوية ودلالة إحصائية(significant)، وسيجري في البند اللاحق شرح وتفسير أثر هذه المتغيرات على صعوبة تمويل عجز الموازنة. أما معامل التحديد (R-Squared) ومعامل التحديد المعدّل(Adjusted R-Squared) فلم يكونا مرتفعين في النماذج الثلاثة ويعود ذلك بشكل أساسي إلى أن النماذج القياسية التي تم بناؤها في هذه الدراسة، لم يكن الهدف منها حصر وتحليل كافة

العوامل التي تؤثر في صعوبة تمويل عجز الموازنة. كما أنها لا تهدف إلى التنبؤ المستقبلي، وإنما الهدف هو معرفة أثر المتغيرات المستقلة(التفسيرية)التي تم إدخالها بالنموذج، أي قياس وتحليل العلاقات، ومعرفة مدى تأثيرها على المتغير التابع وهو معدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية.

ويلاحظ أن معامل التحديد كان أعلى في النموذج الثالث (Y3) الخاص بصعوبة الاقتراض الداخلي من خلال سندات الخزينة-متوسطة وطويلة الأجل، حيث بلغ(R^2=0.29)؛ نتيجة إدخال متغير المتجه الزمني(@Trend) في النموذج، وهو يعني أنه مع الزمن يصبح هناك علاقة زمنية للمتغير التابع.

6-7 تحليل نتائج التقدير

من خلال نتائج التقدير السابقة فإن شكل المعادلات يكون كالتالي:

- **معدل تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية الإجمالي:**

$$\boldsymbol{Y}_{1t} = -3.16 + 5.01\boldsymbol{X}_{1t} + 4.01\,\boldsymbol{X}_{2t} + 2.23\,\boldsymbol{X}_{3t} + 26.14\boldsymbol{X}_{4t} \;\ldots\ldots\ldots\; (1)$$

T-Stat.:(-1.62) (3.99) (2.78) (2.29) (1.82)

R^2=0.29 Adjust R^2=0.20

- **معدل تغطية مزادات أذونات الخزينة (قصيرة الأجل):**

$$\boldsymbol{Y}_{2t} = -5.03 + 5.75\,\boldsymbol{X}_{1t} + 5.61\,\boldsymbol{X}_{2t} + 2.34\,\boldsymbol{X}_{3t} + 33.60\,\boldsymbol{X}_{4t} \;\ldots\ldots\ldots\; (2)$$

T-Stat.: (-2.19) (3.92) (3.33) (2.06) (1.99)

R^2=0.20 Adjust R^2=0.11

- **معدل تغطية مزادات سندات الخزينة(متوسطة وطويلة الأجل):**

$$\boldsymbol{Y}_{3t} = -6.26 + 7.17\,\boldsymbol{X}_{1t} + 11.12\,\boldsymbol{X}_{2t} - 1.53\,\boldsymbol{X}_{3t} - 17.41\,\boldsymbol{X}_{4t} + 6.01@TREND\ldots\ldots (3)$$

T-Stat.:(4.12-) (9.84) (6.21) (-2.57) (-1.95) (6.01)

R^2=0.29 Adjust R^2=0.20

وفيما يلي تحليل لأثر المتغيرات المستقلة(التفسيرية)على المتغير التابع، وهو صعوبة تمويل عجز الموازنة مُقاساً بمعدل تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية:

1- نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي (X_1):

كان هذا الأثر موجبا، حيث أن قيمة المعلمة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانت(+5.01) لمعدل تغطية المزادات الإجمالي، و(+5.75) لنموذج معدل تغطية مزادات

الأذونـات-قصـيرة الأجـل, و(7.174+) لنمـوذج معـدل تغطيـة سـندات الخزينـة-متوسـطة وطويلـة الأجـل، وقـد كانـت هـذه المعلمـة فـي النمـاذج الثلاثـة ذات دلالـة إحصـائية (significant)، عنـد مستوى المعنويـة(1%). وهـي تعنـي أنـه مـع ثبـات بـاقي العوامـل، فـإن زيـادة نسبة الاحتياطيات الفائضة إلى إجمالي الودائع بمقدار(1%)، سوف يـؤدي إلـى زيـادة معـدل تغطيـة إجمـالي مـزادات الأوراق الماليـة (الأذونـات والسـندات معـاً) تقريبـا بنسـبة(5%)، وزيـادة معـدل تغطيـة مـزادات الأذونات- قصيرة الأجل بنسبة(5.75%)، وزيادة معدل تغطية مزادات سندات الخزينـة-متوسـطة وطويلة الأجل بنسبة(7.17%). ويتضـح أن هنـاك علاقـة قويـة بين هذا المتغير والمتغيـر التـابع، وهذا يتماشى مع الأدبيات الاقتصـادية، فكلمـا زادت نسبة الاحتياطيات الفائضـة إلـى الودائـع لـدى الجهاز المصرفي، فإن الرغبة لدى البنوك تزداد لتوظيف جزء من هذه السيولة فـي امـتلاك مزيـد مـن الأوراق الماليـة الحكوميـة، وبالتـالي زيـادة معـدل تغطيـة المـزادات علـى سـندات وأذونـات الخزينة، وخصوصـا أن سندات وأذونات الخزينة تعتبر خالية المخاطر، وفقـا لتعليمـات التصـنيف، ولا تدخل في حسـاب التركـزات الائتمانيـة لـدى البنـوك. أمّـا انخفـاض الاحتياطيـات الفائضـة، فإنـه سيشكل صعوبة في تمويل عجز الموازنة، حيث أن انخفاضها يؤدي إلى انخفاض في طلب البنوك على سندات وأذونات الخزينة؛ مما يعني صعوبة في الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة.

2- نسـبة الائتمـان الممنـوح للقطـاع الخـاص إلـى إجمـالي الائتمـان الممنـوح مـن القطـاع المصرفي(X_2):

كان أثر هذا المتغير موجبـا، حيث أن قيمـة المعلمـة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانـت(4.01+) لنمـوذج معـدل تغطيـة المـزادات الإجمـالي، و(5.61+) لنمـوذج لمعـدل تغطيـة مزادات أذونات الخزينة، و(11.12+) لنموذج معدل تغطية مزادات سندات الخزينـة، وقد كانـت المعلمة في النماذج الثلاثة ذات دلالة إحصائية(significant)، عند مستوى المعنوية (1%). وهي تعني أنه مع بقاء باقي العوامل ثابتة، فإن زيادة نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي بمقدار(1%)، سوف يؤدي إلى زيادة معدل تغطية إجمـالي مزادات الأوراق المالية(الأذونات والسندات معاً) تقريبا بنسبة(4%)، وزيادة معدل تغطية مزادات الأذونات- قصيرة الأجل بنسبة (5.61%)، وزيادة معدل تغطية مزادات سندات الخزينة-متوسطة وطويلـة الأجـل بنسـبة(11.12%). ومـع أن هـذا قـد لايتماشـى الأدبيـات الاقتصـادية، باعتبـار أن القـروض والتسـهيلات التـي تُـمنح للقطـاع الخـاص تُعتبر الفرصـة البديلـة لـدى البنـوك عن شـراء الأوراق الماليـة الحكوميـة، وبالتـالي يفتـرض أن تكـون العلاقـة عكسـية. إلا أنـه يمكـن تفسـير هـذه

العلاقة الموجبة باتجاه آخر، فسياسات البنوك الائتمانية والاستثمارية تخضع لعدة اعتبارات أهمها:

- العائد على القروض الممنوحة للقطاع الخاص مُقارنة بالعائد على أذونات وسندات الخزينة.

- مدى تمتع البنوك بمعدل كفاية رأس المال المطلوب منها، وفقا لتعليمات البنك المركزي الأردني، وسياسة إدارة الموجودات والمطلوبات (Assets-Liabilities Management) لديها. حيث أن البنوك الأردنية- وخصوصاً الكبيرة منها- لا تعاني من إشكالية كفاية رأس المال، ومعظمها يتمتع بمعدل أعلى من المطلوب، وبسيولة كافية. وحسب تقرير الاستقرار المالي لعام 2015 الصادر عن البنك المركزي، فإن نسبة كفاية رأس المال للجهاز المصرفي في الأردن تراوحت بين 18%-19% خلال الأعوام 2007-2015، في حين أن الحد الأدنى المطلوب منها هو 12%. كما أن الأوراق المالية الحكومية لا تشكل عبئا على معدل كفاية رأس المال، ولاتدخل بالتركزات الإئتمانية حسب تعليمات البنك المركزي الأردني.

علاوة على ذلك فإن البنوك التجارية هي التي تقوم بتسعير أذونات وسندات الخزينة، كما تسعى بعض البنوك للمحافظة على تركيبة معينة من الائتمان الذي يمنح للقطاعين، وبالتالي زيادة نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، كل ذلك سوف يؤدي بالبنوك إلى زيادة معدلات تغطية مزادات الأوراق المالية الحكومية. وهذا كله يفسر العلاقة الإيجابية بين نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح للقطاعين العام والخاص. وقد سبق وتناولنا في الفصل الخامس من الدراسة تحليلا لتركيبة الديون الممنوحة من الجهاز المصرفي، وقد بيّنا أن الائتمان الممنوح للقطاع الخاص كان ينمو، ولكن أيضا كان الائتمان الممنوح للقطاع العام ينمو بوتيرة أكبر، وكان هذا مدفوعا بالعوائد التي كانت البنوك تحققها من الائتمان للقطاع الحكومي، وارتفاع أسعار الفائدة على الأوراق المالية الحكومية، حيث قاربت سعر فائدة الإقراض الرئيسي(PLR)، الذي بلغ في ذلك الوقت(8.6%). وهذا بطبيعته أدى إلى صعوبات إضافية، تتمثل في زيادة خدمة الدين من الفوائد، وبالتالي مزيد من الاقتراض، ومزيد من الصعوبات في تمويل عجز الموازنة(Snowballing Effect)، وقد استعرضنا تحليلا لذلك خلال الفصول السابقة.

3- نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي (X_3):

كان أثر هذا المتغير موجبا على صعوبة التمويل لإجمالي الأذونات والسندات، وموجبا أيضا في نموذج صعوبة تمويل الأذونات-قصيرة الأجل، فيما كانت الأثر سالبا في نموذج صعوبة تمويل السندات-متوسطة وطويلة الأجل، حيث أن قيمة المعلمة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانت (+2.23) للنموذج الإجمالي، و(+2.34) لنموذج صعوبة تمويل أذونات الخزينة، و(-1.53) لنموذج صعوبة تمويل سندات الخزينة، وقد كانت المعلمة في النماذج الثلاثة ذات دلالة

إحصائية (significant)، عند مستوى المعنوية (5%). وهي تعني أنه مع بقاء باقي العوامل ثابتة، فإن زيادة نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي بمقدار(1%)، سوف يؤدي إلى زيادة معدل تغطية إجمالي مزادات الأوراق المالية(الأذونات والسندات معاً) تقريبا بنسبة(2.23%)، وزيادة معدل تغطية مزادات الأذونات- قصيرة الأجل بنسبة(2.34%)، فيما يؤدي ذلك إلى تخفيض معدل تغطية مزادات سندات الخزينة-متوسطة وطويلة الأجل بنسبة(1.53%. فمن خلال حقيقة ما يجري على أرض الواقع، فإن حجم الإصدار الفعلي من أذونات وسندات الخزينة يمثل ما تحتاجه الحكومة لكل مما يلي: تمويل عجز الموازنة،وتسديد الأذونات والسندات القائمة التي استحقت الدفع، ودفع الفوائد المستحقة على الأذونات والسندات المراد تسديدها(إطفاؤها). لذلك تقوم البنوك بطلب الشراء حتى تضمن على الأقل المحافظة على حصتها من ملكية الأوراق المالية الحكومية، خصوصا لأذونات الخزينة قصيرة الأجل، كون أن الجزء الأكبر من الإصدارات الفعلية يعتبر بمثابة إعادة جدولة للديون القائمة على الحكومة. ويساعد في ذلك أن الأوراق المالية تعتبر خالية المخاطر من جهة، فالبنوك تسعى لتنويع محفظتها تبعا للمخاطر الائتمانية، ومن جهة أخرى أن جدولة الرصيد القائم لايحتاج لسيولة إضافية، فبإمكان البنوك المحافظة على حصتها السوقية من سندات وأذونات الخزينة، سواء بقيمتها المطلقة أو النسبية.

أما العلاقة السلبية بين نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي ومعدل تغطية مزادات سندات الخزينة- متوسطة وطويلة الأجل، فإن هذا يفسره ما توصلنا إليه عند تحليل ملكية البنوك من الأوراق المالية الحكومية في الفصل الخامس من هذه الدراسة. حيث لاحظنا أن البنوك الرئيسة كانت قد خفضت نسبيا من حصتها، في ضوء تراجع التصنيف الائتماني للأردن، وتأثر تصنيفها الائتماني بذلك. ونظرا لضعف قدرة البنوك على مواكبة الزيادة المتراكمة في إصدارات الدين العام، فقد شكل ذلك صعوبة في تمويل عجز الموازنة، لذلك عمدت الحكومة إلى اللجوء إلى صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، ليقوم بشراء أذونات وسندات الخزينة، لتخفيف الضغط على البنوك.

4- سعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء(X_4):

كان أثر هذا المتغير موجبا على معدل تغطية المزادات لإجمالي الأذونات والسندات، وموجبا أيضا في نموذج معدل تغطية مزادات الأذونات-قصيرة الأجل، فيما كان الأثر سالبا في نموذج معدل تغطية مزادات السندات-متوسطة وطويلة الأجل. وقد كانت قيمة المعلمة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانت(+26.14) للنموذج الإجمالي، و(+33.60) لنموذج صعوبة تمويل أذونات الخزينة، و(-17.41) لنموذج صعوبة تمويل سندات الخزينة. وقد كانت

المعلمة في النماذج الثلاثة ذات دلالة إحصائية(significant)، عند مستوى المعنوية(10%). وهي تعني أنه مع بقاء باقي العوامل ثابتة، فإن زيادة سعر فائدة الإقراض الرئيسي بمقدار(1%)، سوف يؤدي إلى زيادة معدل تغطية إجمالي مزادات الأوراق المالية(الأذونات والسندات معاً) تقريبا بنسبة(26.14%)، وزيادة معدل تغطية مزادات الأذونات- قصيرة الأجل بنسبة(33.60%)، وتخفيض معدل تغطية مزادات سندات الخزينة-متوسطة وطويلة الأجل بنسبة(17.41%).

إن سعر فائدة الإقراض الرئيسي(Prime Lending Rate-PLR) يعتبر مقياساً للبنوك التجارية عند قيامها بتسعير الأوراق المالية الحكومية، فعند رغبتها بشراء هذه الأوراق، فإنها تستأنس بسعر فائدة الإقراض الرئيسي، ويعتمد معدل تغطية المزادات(المتغير التابع) بشكل أو بآخر عليه. ففي الحالات التي ترى البنوك التجارية أنها قادرة على تحصيل أسعار فوائد أعلى عند تسعيرها الأذونات والسندات الحكومية، فإنه يتولد لديها رغبة أكبر في الشراء، وبالتالي زيادة معدل التغطية. وهذا الأثر الإيجابي أكثر وضوحا في الأجل القصير، أي عند شراء أذونات الخزينة(قصيرة الأجل)، أما عند الدخول في المزاد لشراء سندات الخزينة(متوسطة وطويلة الأجل)، فإن سعر فائدة الإقراض الرئيس كان له أثر سلبي على معدلات التغطية. ذلك أن هذا السعر قد يكون أكثر عرضة للتغير مستقبلا، وخصوصا أنه لا يوجد قيود من البنك المركزي على تسعير القروض الممنوحة للقطاع الخاص، وبالتالي وفي ظل أن الفائدة ثابتة على سندات الخزينة- متوسطة وطويلة الأجل، فإنه في المدى المتوسط يكون لسعر فائدة الإقراض الرئيسي أثر سلبي على معدلات تغطية مزادات سندات الخزينة. فكلما زاد سعر فائدة الإقراض الرئيس، فأن البنوك لن تكون راغبة في زيادة معدلات تغطية المزاد على سندات الخزينة، كون سعر الفائدة عليها سيبقى ثابتا لفترات طويلة. فسياسات البنوك التي تُبنى على أساس تحقيق أعلى العوائد، تجعلها أقل رغبة في توجيه محفظتها متوسطة الأجل نحو سندات خزينة بفائدة ثابتة.

الفصل الثامن

النتائج والتوصيات

1-8 تمهيد

عانت الموازنة العامة في الأردن خلال الأعوام السابقة من عجز مزمن، نتج عن التوسع بالإنفاق الحكومي والذي كان سببه: سياسات دعم المواد الأساسية، وتكبُّد شركة الكهرباء الوطنية لخسائر نتيجة انقطاع الغاز المصري، واستخدام الوقود الثقيل في توليد الكهرباء ذي الكلفة المرتفعة، نتيجة ارتفاع أسعار النفط عالمياً، وزيادة نفقات الجهاز العسكري بسبب المتطلبات الأمنية في ضوء الظروف السياسية التي تمر بها منطقة الشرق الأوسط، وأزمة تدفق اللاجئين السوريين وما شكلته من ضغط على البنية التحتية والخدمات مثل التعليم والصحة والمياه. كل هذا أدى إلى نمو النفقات بنسب أكبر من النمو بالإيرادات، وصاحب ذلك تذبذب في المنح والمساعدات الخارجية.

ونتيجة الحاجة لتغطية العجز في الموازنة العامة، فقد توسعت الحكومة بالاقتراض، وخصوصا الاقتراض الداخلي، فتزايد رصيد الدين العام، وتضاعفت خدمته من الأقساط والفوائد، وارتفعت نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي إلى نسب غير مسبوقة، فواجهت الحكومة صعوبات في تمويل عجز الموازنة.

2-8 خلاصة صعوبات تمويل عجز الموازنة

من خلال تحليل البيانات للأعوام2005-2015، يمكننا تلخيص صعوبات تمويل عجز الموازنة بما يلي:

- الانحرافات الكبيرة في تقدير المخصصات في قوانين الموازنة العامة، فعلى مدار الأعوام 2005-2015، كان مستوى الدقة مُنخفضاً في تقدير النفقات والإيرادات؛ الأمر الذي انعكس على انحرافات بين العجز المخطط له والعجز الفعلي؛ مما خلق صعوبات وتحدّيات لإدارة الدين العام في التخطيط وتدبيرالأموال اللازمة لتمويل العجز في الوقت المناسب وضمن الكلفة المقبولة. فتكرر إصدار ملاحق لقوانين الموازنة العامة من جهة، وتم التمادي بالاقتراض الداخلي لتغطية العجز من جهة أخرى، وخصوصا منذ العام2012.
- يُعد توسع الحكومة بالاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة صعوبة بحد ذاتها، حيث أصبح ككرة الثلج المتدحرجة(Snowballing Effect) تكبر وتتسارع نتيجة الإصدارات المتكررة

والكبيرة من الأوراق المالية الحكومية، حيث أصبحت خارج السيطرة نتيجة الحاجة المتكررة لإصدارات جديدة لإطفاء ما يستحق من سندات وأذونات وفوائدهما.

- أصبح معظم عجز الموازنة يموّل بديون قصيرة ومتوسطة الأجل، حيث تغيرت تركيبة آجال الاقتراض نتيجة اللجوء للاقتراض الداخلي، وهذا شكّل صعوبة في التمويل، حيث وصلت الإصدارات من الدين الداخلي على سبيل المثال(6018) مليون دينار في عام 2014، استخدم منها (4755) مليون دينار في إطفاء سندات استحقت خلال العام، و(810) مليون دينار لتسديد فوائد.
- تغيرت تركيبة آجال الدين العام الخارجي ، حيث أصبحت في معظمها قصيرة ومتوسطة الأجل، نتيجة لجوء الحكومة اعتبارا من عام 2012 إلى إصدار سندات يورو دولارية(يوروبزندز) في الأسواق الدولية، بعد أن كانت سابقا تقترض على شكل ديون سيادية طويلة الأجل من مؤسسات التمويل الدولية. إن تغير التركيبة بهذه الطريقة شكل ضغطا على الموازنة العامة، حيث أن تسديده من الإيرادات الذاتية بات صعبا؛ مما اضطر الحكومة إلى تكرار إصدار سندات دولارية يستخدم جزءاً منها في إطفاء ما يستحق من سندات. ففي عام 2015 بلغت خدمة الدين الخارجي (1230) مليون دينارمن الأقساط و(232) مليون دينار من الفوائد.
- نتيجة التوسع بالاقتراض الداخلي، وما صاحبه من ارتفاع في كلفة الاقتراض من أقساط وفوائد، ولجوء الحكومة المتكرر إلى البنوك المحلية لإصدار سندات وأذونات خزينة، فإن ذلك شكل ضغطا على المالية العامة، حيث ارتفعت نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي لتتجاوز النسب المسموح بها حسب قانون الدين العام وإدارته، كما شكل ضغطاً على السيولة لدى الجهاز المصرفي، الأمر الذي أدى بمؤسسات التصنيف الدولي إلى تخفيض التصنيف الائتماني للأردن في عام 2011 إلى (BB+) من قبل وكالة S&P ، وإلى(Ba2) من قبل وكالة موديز، وهذا التصنيف يعني بيئة غير استثمارية؛ مما يعني صعوبة الحصول على تمويل خارجي لعجز الموازنة، حيث يرفع من تكلفة الاقتراض الخارجي، الأمر الذي اضطر الحكومة في عام 2012 للحصول على كفالة الولايات المتحدة الأمريكية ذات التصنيف الائتماني المرتفع لإصدار سندات يورو دولارية في الأسواق الدولية، كما تم تخفيض التصنيف مرة أخرى في عام 2013، وتكرر حصول الحكومة على كفالة الولايات المتحدة على الإصدارات من سندات اليورو بوندز في عامي 2013 و2014.

- انعكس التصنيف الائتماني للأردن على التصنيف الائتماني للبنوك المحلية، وخصوصا تلك التي لديها ملكية كبيرة من الأوراق المالية الحكومية، ومع انخفاض مستويات السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي في عام 2012، فإن ذلك أدى إلى انخفاض معدلات تغطية المزادات على الأوراق المالية الحكومية، والذي يعكس انخفاض رغبة البنوك في امتلاك هذه الأوراق، حيث وصل معدل التغطية(1.2) في عام 2012، وهو أقل معدل تغطية خلال الأحد عشر عاماً التي تناولتها هذه الدراسة، فكان الثمن أن رضخت الحكومة لشروط البنوك، حيث قامت البنوك برفع أسعار الفائدة على إصدارات الحكومة من السندات والأذونات، فوصل سعر الفائدة على بعض الإصدارات (8.6%)، وهو مقارب لسعر الإقراض الرئيسي للقطاع الخاص(PLR) الذي كان (8.68%)في ذلك العام، مما كان له انعكاسات على معدلات خدمة الدين من الفوائد، وبالتالي مزيد من العجز نتيجة هذه الفوائد.

- يُعد أثر سعر صرف الدولار من الصعوبات التي واجهت تمويل عجز الموازنة، فنتيجة ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأجنبية الأخرى، التي تتكون منها محفظة الأردن من القروض الخارجية (كون سعر الصرف ثابت بين الدينار والدولار)، فقد وصل الأثر التراكمي (664) مليون دينار كزيادة على رصيد المحفظة للأعوام 2006-2011. إلا أنه نتيجة انخفاض سعر صرف هذه العملات مقابل الدولار، فقد انخفض رصيد المحفظة بمبلغ (627) مليون دينار للأعوام 2012-2015، مما يعني أن تغير سعر صرف الدولار سيبقى يشكل صعوبة في المستقبل في حال ارتفع صرف أسعار العملات الأجنبية الأخرى مقابله، كما أن أي تغير في سياسة سعر الصرف التي ينتهجها البنك المركزي مستقبلا سينعكس أثرها مباشرة على رصيد الدين العام الخارجي، وبالتالي خلق صعوبات في تمويل عجز الموازنة.

3-8 خلاصة آثار تمويل عجز الموازنة

أمّا على صعيد الآثار الناجمة عن صعوبات تمويل عجز الموازنة ، فتتلخص بما يلي:

- أدى التوسع بالاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة إلى مضاعفة خدمة الدين من الأقساط والفوائد، نتيجة ارتفاع كلفة التمويل الداخلي في ضوء قيام البنوك برفع أسعار الفائدة على السندات والأذونات الحكومية، فأصبح يشكل أثرا لتمويل عجز الموازنة وصعوبة لتمويلها في آن واحد، فقد وصلت خدمة الدين العام من الفوائد لوحدها(810) مليون دينار في عام 2014 و(752) مليون دينار في عام 2015، وقد بلغ مجموع فوائد الدين العام الداخلي في آخر خمسة أعوام (2011-2015)ما مجموعه (3188) مليون دينار.

- الضغط على السيولة لدى الجهاز المصرفي، وهذا كان له العديد من الآثار السلبية، فعلاوة على تحكّم البنوك بأسعار الفوائد على الأذونات والسندات الحكومية، والذي أدى إلى ارتفاع خدمة الدين من الأقساط والفوائد، فإن ذلك أدى أيضاً إلى مزاحمة بين القطاعين العام والخاص على الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي (Crowding Out)، كون هذا الائتمان يعتبر من القنوات الرئيسة لزيادة الاستثمار الخاص، وقد تبين لنا من نتائج التحليل أن البنوك زادت من حصتها في ملكية الأوراق المالية الحكومية بنسب نمو أعلى من النمو في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، وصاحب ذلك رفع سعر فائدة الإقراض الرئيسي(PLR)؛ مما يعني زيادة الكُلف على القطاع الخاص.
- أدى التوسع بالاقتراض خلال الأعوام 2012-2015 إلى تحقيق فائض بعد التمويل بمبلغ(236, 1853, 1773, 331) مليون دينار؛ مما حمّل الخزينة كلف تمويل إضافية نتيجة الاقتراض بأكثر من حاجتها.
- لجوء الحكومة إلى صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي لشراء الأوراق المالية الحكومية لتخفيف درجة تحكم البنوك بتسعير الأوراق المالية الحكومية، وجاء ذلك كنتيجة للضغط على السيولة لدى الجهاز المصرفي، وانعكاس تخفيض التصنيف الائتماني للأردن سلبا على التصنيف الائتماني للبنوك الرئيسة في الجهاز المصرفي.
- التأثير سلبا على رفاه المجتمع ، فتم رفع الدعم عن بعض السلع الأساسية؛ كالمحروقات، ورفع أسعار الكهرباء، وفرض رسوم على بعض الخدمات، باعتبار أنها إجراءات تقشفية تهدف إلى تخفيض الإنفاق، وزيادة الإيرادات لتخفيض العجز والدين العام. ومثل هذه الإجراءات لها تأثير سلبي على مستوى الاستهلاك، وعلى الرفاه والمستوى المعيشي للمواطن.
- لجوء الأردن للحصول على الاقتراض الخارجي من خلال إصدار سندات دولارية(يوروبوندز) بكفالة الولايات المتحدة الأمريكية قد يمسّ بسيادة الدولة الأردنية واستقلال قراراتها.

و بشكل عام فإن موازنة التمويل أظهرت أن تمويل العجز في الموازنة العامة من خلال التوسع بالاقتراض يكون له آثار سلبية في الأعوام اللاحقة، فالاقتراض له كُلف واستحقاقات يجب الوفاء بها؛ مما اضطر الحكومة للاقتراض بشكل متكرر ومتصاعد، لتمويل العجز، وتسديد الأقساط، وتسديد الفوائد، وتمويل مشاريع رأسمالية؛ مما شكل ضغطا تصاعديا على الحكومة؛ وبالتالي الحدّ من قدرتها على تنفيذ برامج ومشاريع، وخفّض من قدرتها على تحقيق الرفاه

للمجتمع، حيث أن الحلول لن تكون سهلة، خصوصا مع تفاقم مشكلتي العجز وتمويل العجز، وسيكون رفع الضرائب، وفرض الرسوم هو الحل الأقرب للتطبيق من قبل الحكومة، وبالتالي يكون المتضرر هو المواطن.

4-8 خلاصة نتائج التحليل القياسي

أظهرت نتائج التحليل القياسي أن معدل تغطية الأوراق المالية الحكومية (الأذونات والسندات)، والذي تبنته الدراسة كمؤشر على صعوبة الاقتراض الداخلي، يتأثر بكل من: نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي(X_1)، نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي(X_2)، نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي(X_3)، وسعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء(X_4).

فقد كان تأثير نسبة الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي(X_1)موجبا. حيث أن قيمة المعلمة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانت (4.01+) لنموذج معدل تغطية المزادات الإجمالي، و(5.61+) لنموذج لمعدل تغطية مزادات أذونات الخزينة، و(11.12+) لنموذج معدل تغطية مزادات سندات الخزينة، وقد كانت المعلمة في النماذج الثلاثة ذات دلالة إحصائية(significant)، عند مستوى معنوية(1%). وهذا ينسجم مع الأدبيات الاقتصادية، فكلما زادت نسبة الاحتياطيات الفائضة إلى الودائع لدى الجهاز المصرفي، فإن الرغبة لدى البنوك تزداد لتوظيف جزء من هذه السيولة في امتلاك مزيد من الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي زيادة معدل تغطية المزادات على سندات وأذونات الخزينة.

كما كان أثر نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي(X_2)موجبا. حيث أن قيمة المعلمة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانت(4.01+) لنموذج معدل تغطية المزادات الإجمالي، و(5.61+) لنموذج لمعدل تغطية مزادات أذونات الخزينة، و(11.12+) لنموذج معدل تغطية مزادات سندات الخزينة، وقد كانت المعلمة في النماذج الثلاثة ذات دلالة إحصائية(significant)، عند مستوى المعنوية(1%). ومع أن هذا قد لايتماشى مع بعض الدراسات والأدبيات الاقتصادية، باعتبار أن القروض والتسهيلات التي تُمنح للقطاع الخاص تُعتبر الفرصة البديلة لدى البنوك عن شراء الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي يفترض أن تكون العلاقة عكسية، إلا أن سياسات البنوك الائتمانية والاستثمارية تخضع لعدة اعتبارات أهمها: العائد على القروض الممنوحة للقطاع الخاص مُقارنة بالعائد على أذونات وسندات الخزينة، وسياسة إدارة الموجودات والمطلوبات (Assets-Liabilities Management)

لديها؛ وحيث أن البنوك الأردنية- وخصوصاً الكبيرة منها- لا تعاني من إشكالية كفاية رأس المال، كما أن الأوراق المالية الحكومية لا تشكل عبئا على معدل كفاية رأس المال، علاوة على أن البنوك التجارية هي التي تقوم بتسعير أذونات وسندات الخزينة. كما تسعى بعض البنوك للمحافظة على تركيبة معينة من الائتمان الذي يمنح للقطاعين.

أمّا نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي (X_3)، فقد كان أثر هذا المتغير موجبا على صعوبة التمويل لإجمالي الأذونات والسندات، وموجبا أيضا في نموذج صعوبة تمويل الأذونات-قصيرة الأجل، فيما كان الأثر سالبا في نموذج صعوبة تمويل السندات-متوسطة وطويلة الأجل. حيث أن قيمة المعلمة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانت (2.23+) للنموذج الإجمالي، و(2.34+) لنموذج صعوبة تمويل أذونات الخزينة، و(1.53-) لنموذج صعوبة تمويل سندات الخزينة، وقد كانت المعلمة في النماذج الثلاثة ذات دلالة إحصائية(significant)، عند مستوى المعنوية(5%). ومن خلال حقيقة ما يجري على أرض الواقع، فإن حجم الإصدار الفعلي من أذونات وسندات الخزينة يمثل بشكل رئيس ما تحتاجه الحكومة لكل مما يلي: تمويل عجز الموازنة،وتسديد الأذونات والسندات القائمة التي استحقت الدفع، ودفع الفوائد المستحقة على الأذونات والسندات المراد تسديدها(إطفاؤها)، لذلك تقوم البنوك بطلب الشراء حتى تضمن على الأقل المحافظة على حصة مناسبة من ملكية الأوراق المالية الحكومية، خصوصا لأذونات الخزينة قصيرة الأجل، كون أن الجزء الأكبر من الإصدارات الفعلية يعتبر بمثابة إعادة جدولة للديون القائمة على الحكومة، أما العلاقة السلبية بين نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي ومعدل تغطية مزادات سندات الخزينة- متوسطة وطويلة الأجل، فإن هذا يفسره ما توصلنا إليه عند تحليل ملكية البنوك من الأوراق المالية الحكومية في الفصل الخامس من هذه الدراسة، حيث لاحظنا أن البنوك الرئيسة كانت قد خفضّت نسبيا من حصتها، في ضوء تراجع التصنيف الائتماني للأردن، وتأثر تصنيفها الإئتماني، ونظرا لضعف قدرة البنوك على مواكبة الزيادة المتراكمة في إصدارات الدين العام، فقد شكل ذلك صعوبة في الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة.

فيما كان أثر سعر فائدة الإقراض الرئيسي لأفضل العملاء(X_4)موجبا على معدل تغطية المزادات لإجمالي الأذونات والسندات، وموجبا أيضا في نموذج معدل تغطية مزادات الأذونات-قصيرة الأجل، فيما كانت الأثر سالبا في نموذج معدل تغطية مزادات السندات-متوسطة وطويلة الأجل. حيث أن قيمة المعلمة المُقدّرة(coefficient) لهذا المتغير كانت(26.14+) للنموذج الإجمالي, و(33.60+) لنموذج صعوبة تمويل أذونات الخزينة, و(17.41-) لنموذج صعوبة

تمويل سندات الخزينة، وقد كانت المعلمة في النماذج الثلاثة ذات دلالة إحصائية(significant)، عند مستوى معنوية (10%). فسعر فائدة الإقراض الرئيسي (Prime Lending Rate-PLR) يعتبر مقياساً للبنوك التجارية عند قيامها بتسعير الأوراق المالية الحكومية، فعند رغبتها بشراء هذه الأوراق، فإنها تستأنس بسعر فائدة الإقراض الرئيسي، ويعتمد معدل تغطية المزادات(المتغير التابع) بشكل أو بآخر عليه، ففي الحالات التي ترى البنوك التجارية أنها قادرة على تحصيل أسعار فوائد أعلى عند تسعيرها الأذونات والسندات الحكومية، فإنه يتولد لديها رغبة أكبر في الشراء، وبالتالي زيادة معدل التغطية، وهذا الأثر الإيجابي أكثر وضوحا في الأجل القصير، أي عند شراء أذونات الخزينة (قصيرة الأجل)، أما عند الدخول في المزاد لشراء سندات الخزينة (متوسطة وطويلة الأجل)، فإن سعر فائدة الإقراض الرئيس كان له أثر سلبي على معدلات التغطية، كون سعر الفائدة عليها سيبقى ثابتا لفترات طويلة، ذلك أن هذا السعر قد يكون أكثر عرضة للتغير مستقبلا، فسياسات البنوك التي تُبنى على أساس تحقيق أعلى العوائد، تجعلها أقل رغبة في توجيه محفظتها متوسطة الأجل نحو سندات خزينة بفائدة ثابتة.

وعلى ضوء استعراض النتائج السابقة، فإن الدراسة تكون قد أجابت على الفرضيات التي وردت في فصل الإطار العام للدراسة. وبناء على نتائج التحليل الكمي والوصفي وتقدير معلمات النموذج القياسي، فإننا نرفض الفرضيات الصفرية الأساسية للدراسة، ونقبل الفرضية البديلة بوجود هذا التأثير.

5-8 التوصيات

في ضوء نتائج التحليل التي توصلت الدراسة لها، فإن التوصيات التالية جديرة بأن يُؤخذ بها :

1- اتخاذ الحكومة سياسات وإجراءات اقتصادية ومالية ملائمة تساهم في النمو الاقتصادي، وذلك من خلال:

- تحفيز البيئة الاستثمارية، وتسهيل ممارسة الأعمال(Doing Business)، وبما يؤدي إلى تنشيط وزيادة الاستثمار المحلي، وجذب الاستثمار الأجنبي، وهذا يزيد من فرص العمل، وبالتالي الحد من مشكلة البطالة، ويخفض من معدلات الفقر، ويزيد من الإنتاجية، ؛ الأمر الذي سيسهم في تخفيض دور الحكومة في الاقتصاد؛ مما يخفض من إنفاقها على برامج الدعم المختلفة.
- فتح أسواق جديدة للصادارات الأردنية، ومنح حوافز للمصدرين المحليين ، ودعمهم من خلال البنك المركزي ببرامج تمويل فعّالة تساهم في تحسين جودة المنتجات، الذي يجعل من الصادرات الوطنية أكثر تنافسية في الأسواق الخارجية، وعقد اتفاقيات تجارية حقيقية مع الدول العربية والأجنبية، وبما يسهم في زيادة الصادرات وتخفيض عجز الميزان التجاري من جهة، ويُحسّن من مصادر الدخل من العملة الأجنبية.

كل ذلك سيؤدي إلى نمو في الناتج المحلي الإجمالي، وسيُسهم في تخفيض نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي.

2- إعادة ترتيب أولويات الإنفاق الحكومي، وبما يؤدي لضبط وترشيد هذا الإنفاق، وخصوصا الإنفاق الاستثماري، وبحيث يُبنى ذلك بشكل فعلي وحقيقي وفقا للموازنة الموجهة بالنتائج(Result Oriented Budget)، بحيث يكون الإنفاق على المشاريع والبرامج مُستنداً لمؤشرات قياس أداء(Performance Indicators). وقياس أثر الإنفاق في تحقيق الأهداف الاستراتيجية والوطنية(Impact Assessment)، وأن تقوم بذلك جهة مستقلة ومتخصصة، من خلال دراسة وتقييم واقع وتوجهات الإنفاق(Expenditure Perspectives).

3- إعادة دراسة مكونات النفقات الجارية، ووضع الإجراءات اللازمة لضبط وترشيد الإنفاق في هذا الجانب، ويمكن ذلك من خلال مايلي:

- تمشيق الجهاز المدني الحكومي، من خلال دمج الهيئات والمؤسسات المتشابهة بالغاية والأهداف مع بعضها البعض، وإعادة دمج بعض هذه الهيئات بالوزارات الأم، حيث أن ذلك سيُخفض من النفقات الجارية.

- توجيه دعم السلع الأساسية لمستحقيها، كدعم الطحين؛ من خلال اعتماد بطاقة ذكية لصرف الدعم للأسر أو الأفراد ضمن شرائح دخل يتم تحديدها مسبقاً.

4- تفعيل قانون الشراكة بين القطاعين العام والخاص((Public-Private Partnership(PPP)، والذي يتيح تمويل المشاريع الاستثمارية الحكومية بشكل مشترك بين القطاعين العام والخاص، وخصوصا تلك المشاريع التي تحتاج إلى نفقات كبيرة، وتخصص معرفي. هذا سيؤدي إلى خفض الإنفاق الحكومي المخطط له، ويحدّ من عجز الموازنة، فالمشاريع المتعلقة بقطاع المياه والري والطاقة والخدمات، يمكن أن تُموّل من قبل القطاع الخاص، وفقاً لعوائد مالية يُتفق عليها بين الطرفين(المستثمر والحكومة). وقد سبق وكان للأردن تجارب ناجحة في هذا المجال؛ كمشروع مطار الملكة علياء الدولي، ومشروع مياه الديسي، حيث تم منح حق الامتياز في تنفيذ هذه المشاريع لشركات خاصة، وكانت تحتاج لمئات الملايين من الدنانير للإنفاق عليها، إلا أن القطاع الخاص تحمّل الإنفاق عليها بشكل شبه كامل؛ مما وفرّ على الحكومة الإنفاق على هذه المشاريع. كما وفر كلفة الاقتراض الذي كانت ستحتاجه لتمويل هذه المشاريع، كما حقق لها عوائد سنوية. وأيضا ستؤول ملكية هذين المشروعين للحكومة بعد انتهاء فترة حق الامتياز، كون هذين المشروعين تم تنفيذهما وفقاً لمشاريع ال((Built on Transfer(BOT).

5- قيام البنك المركزي بوضع حدود للتركزات الائتمانية الممنوحة للحكومة من قبل البنوك والمؤسسات المالية المحلية، وذلك بهدف وضع حد لتوسع هذه البنوك في امتلاك الأوراق المالية الحكومية، وهذا قد يؤدي إلى مايلي:

- عدم مزاحمة القطاع الخاص على السيولة المتوفرة في هذه البنوك والمؤسسات المالية، وبالتالي يجعلها أكثر مرونة في منح الائتمان للقطاع الخاص، وبما ينعكس على زيادة الاستثمار الخاص.
- يُساهم في الحدّ من قدرة البنوك على رفع سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية، حيث سيكون هناك حد أقصى لما تمتلكه من الأوراق المالية الحكومية، ونظرا لرغبة البنوك والمؤسسات المالية في تنويع مخاطرمحافظها الاستثمارية والائتمانية، فإن قدرتها ستكون أقل على التحكم برفع سعر الفائدة.

6- توليف السوق المالي الثانوي المحلي ليصبح الجهة الرئيسة التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الحكومية. بحيث تصبح الأوراق المالية الحكومية قابلة للتداول من قبل كافة المتعاملين بالسوق المالي، وأن لاتكون محصورة بالبنوك والمؤسسات المالية(في السوق الأولي كما هو معمول به حالياً)، وهذا سيكون له الآثار التالية:

- فعالية أكثر بالسوق، حيث لن يكون تسعير هذه الأوراق حكراً للبنوك، بل سيتم التسعير من قبل الحكومة نفسها، من خلال آليات السوق المالي.
- يدفع البنوك لتنويع منتجاتها الائتمانية للقطاع الخاص، وتكون أكثر مرونة في منح التسهيلات الانمائية والاستثمارية للقطاع الخاص.

على أن يتم دراسة إمكانية الإعفاء من ضريبة الدخل على العائد من امتلاك الأوراق المالية الحكومية المُشتراة من خلال السوق الثانوي- خصوصاً من قبل الأفراد-، حتى تكون هذه الأوراق جاذبة للتعامل والتداول بها.

-7 تبنّي الحكومة استراتيجية متوسطة الأجل لإدارة الدين العام، بهدف تنويع مصادر التمويل المتاح على نحو يؤدي إلى توازن الاقتراض الداخلي والخارجي. ونشر خطة الإصدارات الحكومية من الأوراق المالية، والاحتياجات التمويلية المستقبلية، وذلك لتعزيز الشفافية في السوق، وإتاحة المجال للمستثمرين للاطلاع على خطط الحكومة لإدارة الدين العام على المدى المتوسط. مما يسهم في تخفيض المزاحمة بين القطاعين العام والخاص على السيولة في السوق المحلي.

-8 قيام الحكومة بإصدار الصكوك الإسلامية لتمويل نفقاتها الانمائية والاستثمارية، وفقاً للضوابط الشرعية بهذا الخصوص، نظرا لوجود سيولة فائضة للبنوك الإسلامية لدى البنك المركزي الأردني، وغير مستغلة بأي منتجات مصرفية. وأن تدرس الحكومة إمكانية إصدار صكوك إسلامية في الأسواق العربية والعالمية.

-9 أن تدرس الحكومة إمكانية مُبادلة جزء من القروض الخارجية باستثمارات محلية، مما يخفف من رصيد الدين الخارجي، ويخفض من خدمته من الأقساط والفوائد، ويساهم في تخفيض عجز ميزان المدفوعات ، ويزيد من رصيد الاستثمار الأجنبي في الأردن.

-10 توخي الحذر في التصريحات الصادرة عن الحكومة المتعلقة بالشأن الاقتصادي، بحيث تكون هذه التصريحات مبنية على حقائق وبيانات ونظريات تستند إليها، وذلك تجنباً للآثار السلبية التي قد تنجم عن مثل هذه التصريحات، خصوصا في ضوء الأوضاع الاقتصادية والسياسية التي يعيشها الأردن.

-11 تنمية الإيرادات المحلية، وإنفاذ القانون لتحصيل الإيرادات الضريبية، وخصوصاً المتأخرات الضريبية، وحصر الإعفاءات الضريبية بالقطاعات التي تساهم في النمو الاقتصادي، حيث أن ذلك يزيد من قدرة الإيرادات المحلية على تغطية النفقات، وبالتالي يخفض من عجز الموازنة؛ مما يقلل من اللجوء للاقتراض لتمويل هذا العجز.

12- دراسة أن تكون كافة القروض الخارجية التي يتم التعاقد عليها بعملة الدولار، وأن يكون هذا أحد محاور التفاوض مع الجهات المُقرضة، طالما أن سعر صرف الدينار الأردني مربوطا وثابتا مع الدولار الأمريكي. وذلك لتلافي أثر التغير في سعر الصرف على رصيد الدين العام الخارجي، حيث أن ذلك سيساهم في استقرار احتساب هذا الرصيد.

المراجع العربية

البنك المركزي الأردني، **تعليمات حدود الائتمان" التركزات الائتمانية " سنداً لأحكام المادة(99/ب) من قانون البنوك**، عمان، الأردن.

البنك المركزي الأردني، **تعليمات رأس المال التنظيمي رقم(2016/67)، وفقا لمعيار بازل**،عمان،الأردن.

البنك المركزي الأردني (2012-2015)، **تقرير الاستقرار المالي**، عمان، الأردن.

الجهني، عيد(2006)، أثر العجز في الإنفاق الحكومي على ربحية واحتياطيات النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية، **مجلة جامعة الملك عبدا لعزيز**: الاقتصاد والإدارة، مجلد20، العدد2.

الحباشنة، فضل المولى والمجالي، خالد والقراله،حذيفة(2015)،عبء المديونية على الاقتصاد الأردني خلال الفترة1980-2011، **مجلة دراسات**، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد2 العدد1.

الحصري، ديانا (2010)، **عجز الموازنة العامة ومعدل الفائدة في الأردن للفترة 1996-2008**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان،الأردن.

دائرة الموازنة العامة (2005 – 2015)، **قانون الموازنة العامة للأعوام**، عمان،الأردن.

ديوان المحاسبة (2014)، **التقرير السنوي الثالث والستون**، ديوان المحاسبة، الأردن.

الساعاتي، عبد الرحيم (1996)، الدين العام والقراض العام وأثرهما على الرفاه، **مجلة جامعة الملك عبدا لعزيز**: الاقتصاد الإسلامي، مجلد8.

سماره،عمر(1999)، **إدارة المديونية الخارجية: حالة الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

العضايله، راضي والعمرو،حسن والقراله،حذيفة(2015)، هيكل الدين العام في الأردن وتأثيره على النمو الاقتصادي، **مجلة دراسات**، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد42، العدد2.

العمر، إبراهيم والعلاوين،محمد والحصري،ديانا(2013)، أثر عجز الموازنة على معدل الفائدة في الأردن(1996-2008)، **مجلة دراسات**، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية،المجلد40 العدد1.

القضاة، ناصر(2013)، **أثر عبء الدين العام الخارجي على النمو الإقتصادي في الأردن**. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

المجلس الاقتصادي والاجتماعي(2012)، **الدين العام (الداخلي والخارجي): حقائق وأرقام**،عمان،الأردن.

الواكد، احمد(1993)، **الدين العام الداخلي في الأردن: تطوره وآثاره الاقتصادية**، رسالة ماجستير غير منشوره، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

وزارة المالية، **قانون الدين العام رقم (26) لسنة (2001) " تنظيم الدين العام وإدارته"**، عمان، الأردن.

وزارة المالية (2005-2015)، **الحسابات الختامية لقانون الموازنة العامة**، عمان، الأردن.

وزارة المالية، **نشرة الدين العام**، أعداد مختلفة،عمان، الأردن.

وزارة المالية، **نشرة مالية الحكومة العامة**، أعداد مختلفة، عمان، الأردن.

References

Adelino,Manuel,Ferreira,Miguel(2014),Bank rating and lending Supply; Evidence from Sovereign Downgrades, **Review of Financial studies**,vl 29,issue 7,pages 1709-1746.

Ahmad, Faisal, Surti, Jay(2010), Managing Public Debt and Its Financial Stability implications, **IMF Working Paper** ,WP/10/280,IMF Publishing.

Alvey,James E(2011), James Buchanan on the Ethics of Public Debt and Default, **Journal of markets&Morality**,Vol.14,Number 1(spring 2011),85-101.

Arrau,P.(1990): **How does the Debt Crises Affect Investment and Growth?A Neoclassical Growth Model Applied to Mexico**,International Economics Department, World Bank.

Bader, Majed, Magableh, Ihab (2009) an Enquiry into Main Determinants of Public Debt in Jordan, **Dirasat**, Administrative Sciences,University of Jordan,Volume 36, No.1.

Barro, Robert J.(1974), Are Government Bonds Net Wealth? **Journal of Political Economy**, Vol. 81 (December), pp.1095-1117.

Beaugrand, Philippe, Loko,Boileau, Mlachila, Montfort(2002),The Choice between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficit: The case of Central and west African Countries ,**IMF Working Paper** ,WP/02/79,IMF Publishing.

Bernheim, D. B.(1989): A Neoclassical Perspective on Budget Deficit, **Journal of Economic Perspective**, Vol. 3, no 2, Spring 19898, pp 55-72.

Bonner, Clemens(2014), Preferential Regulatory Treatment and Bank's Demand for Government Bonds, **Working Paper** No.433,, De Nederland Bank NV, the Netherlands.

Buiter, William(1932), the theory of Optimum Deficit and Debt, Working Paper No 1232, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, MA.

Carlson,K.M & Spencer,R.W(1975), **Crowding Out and Its Critics**,federal Reserve Bank of St. Louis.

Diamond,Peter A.(1965), National Debt and Neoclassical Economic Growth, **American Economic Review** ,55,1125-1150.

Emran,M.S,Farazi,S.(2009),**Lazy Banks?Government Borrowing and Private Credit in Developing Countries**,Institute for International Economic Policy,IIEP-WP-209-9.

Fayed, Mona(2012), **Crowding out Effect of Public Borrowing: The case of Egypt**, Cairo University, Egypt.

Fisher,Stanley,and William Easterly(1990),"The Economics of the Government Budget Constraint", **World Bank Research Observer**,Vol. 5(July),pp. 127-142.

Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz(1963). **A Monetary History of the United States, 1867-1960** ,Princeton University Press.

Gujarati,D.,(2004), **Basic Econometrics**, fourth edition, McGraw-hill, united states. Hong.

Kremers, J.J(1987), Financing Budget Deficit in Netherland, **DE Economist**, 135, NR.3.

Lerner,A.P (1943), Functional Finance and the Federal Debt Research, **Social reprinted in Readings in Fiscal Policy**, (George Allen and Unwin, London,1955) P. 475.

Malthus,T.R. (1836), **Principles of political Economy,** William Pickering,London pp411-412.

Mill,J.S. (1929), **Principles of political Economy**, Longmans, Green and Co,London,p76.

Moody`s Investor service**:** Rating Methedology,Banking. **www.moodys.com.**

Popov, A. and Van Horen, N (2013), The Impact of Sovereign Debt Exposures on Bank Lending: Evidence from the European Debt Crisis, **DNB working Paper**, 382.

Radcliffe, B.(2009): **Can Keynesian Economics Reduce Boom-Bust Cycles**,Investpedia.

Say, J.B. **A Treatise on Plitical Economy**,7.Augustus M Kelly,New York1964,P.477.

Standard&Poors(2011),Global Credit Portal, Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions.

Standard & Poor`s Global Credit Portal- **www.standardandpoors.com/ratingsdirect.**

Tempelman, H. J. (2005): James M. Buchanan on Public-Debt Finance, **the Independent Review**, v. X, n. 2, winter 2005, pp. 435-449.

Zielinski, Tomasz, 2014, Financial Repression, How to Finance Public Debt with Private Money, **Journal of Economics & Management**, Vol. 16.

Zigman,Ante,Costa,Boris(2011),The Impact of Fiscal policy on Government Bond Spread in Emerging Markets, **Financial Policy and Practice**, Vol. 35,No 2.

ملحق رقم (1): بيانات متغيرات النموذج القياسي

السنة	الربع	الودائع بفوائد	اجمالي الودائع	ائتمان القطاع الخاص	اجمالي الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي	العجز/ الوفر بعد المنح	الناتج المحلي الإجمالي	إجمالي إصدارات السندات والاذونات	المعروض من البنوك لشراء السندات والاذونات	معدل التغطية الإجمالي **Y1**
2005	Q1	309.5	11627	6259.6	8439.2	120.9	1919.6	100	139	1.390
2005	Q2	192.5	12304.9	6894.3	9344.2	-197.4	2222.8	500	819	1.638
2005	Q3	197	12737	7242.3	9779.2	-125.9	2338.1	500	747	1.494
2005	Q4	341.5	13119.3	7668.7	10414.6	-275.4	2444.9	500	967	1.934
2006	Q1	483	12850.2	8662.2	11178.2	196.5	2327.7	250	492	1.968
2006	Q2	65.5	13782.6	9001.7	11779.9	-124.1	2655.5	300	581	1.937
2006	Q3	120	14016.3	9302.5	11908.3	-2.7	2852.5	300	617	2.057
2006	Q4	23.5	14591.9	9546.4	12492.6	-513.2	2839.7	300	531	1.770
2007	Q1	210.5	14873.6	10011.3	12973.1	196.7	2697.6	100	224	2.240
2007	Q2	94.5	15335.2	10546.9	13602.6	-90.2	2966.8	300	755	2.517
2007	Q3	192	16052.6	10978.4	14161.8	-21.7	3223.9	300	573	1.910
2007	Q4	203	15988.1	11005.8	14684.7	-699.3	3243.0	643	831	1.292
2008	Q1	255	16629.3	11601.8	16062.5	129.3	3384.0	662	1039	1.569
2008	Q2	350	17567.5	12495.3	17172	-167.7	3831.6	753	1194	1.586
2008	Q3	206	18102.8	12824	17721.8	-310.8	4379.7	550	905	1.645
2008	Q4	1048	18102.6	12533.5	18129.9	-343.5	3998.1	916	1643	1.794
2009	Q1	2428.5	18695.1	12558.6	18312.2	-150.6	3627.4	788	2593	3.291
2009	Q2	3320	19328.3	12556.2	18509.3	-379.5	4125.7	1184	2861	2.416
2009	Q3	3682.5	19662.9	12552.3	18859.6	-335.1	4775.6	1125	2705	2.404
2009	Q4	3996	20298.4	12693.4	19084.9	-584.5	4383.5	1316	3268	2.483
2010	Q1	4194.5	20770.6	12793.4	18910.2	11.9	4099.1	700	1892	2.703
2010	Q2	3598	21211.9	13239.9	19745.2	-179.1	4507.9	1419	2851	2.009
2010	Q3	3409.5	21803.9	13405.1	20141.5	-426	5108.5	1343	3255	2.424
2010	Q4	4090	22504.8	13612.7	20338.5	-452	5046.6	1004	2267	2.258
2011	Q1	3119	22725.9	14244.3	21302.6	-239.8	4520.2	1228	2417	1.968
2011	Q2	2927.5	23202.3	14722.2	22038.1	-21.3	4851.0	751	1519	2.023
2011	Q3	3479	24033.3	14718.7	22174.2	115.5	5575.8	440	1051	2.389
2011	Q4	2979.5	24377.9	14925	23545.5	-1237.2	5529.6	1778	2921	1.643
2012	Q1	2585	24782.5	15237.8	24409.2	-168	4883.5	1288	2070	1.607
2012	Q2	1960	24981.2	15592.8	25566.9	-248.6	5238.7	1600	1817	1.136
2012	Q3	2110.5	25568.4	15780.9	26232.8	-638.6	5958.9	1475	1709	1.159
2012	Q4	1775	24969.7	15953.6	27029.9	-768.4	5884.4	1450	1477	1.019
2013	Q1	2346	25858.7	16236.1	27465.3	-176.4	5347.9	1520	2556	1.682
2013	Q2	2470	26525.3	16645.9	28181.9	-132.7	5747.3	975	2084	2.137
2013	Q3	3015	27249.7	16922.1	29085.6	-432.6	6434.8	1200	1935	1.613

السنة	الربع	الودائع بفوائد	اجمالي الودائع	ائتمان القطاع الخاص	اجمالي الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي	العجز/ الوفر بعد المنح	الناتج المحلي الإجمالي	إجمالي إصدارات السندات والاذونات	المعروض من البنوك لشراء السندات والاذونات	معدل التغطية الإجمالي **Y1**
2013	Q4	3212.5	27593.2	17222.5	29319	-565.5	6321.6	1145	2245	1.961
2014	Q1	3197.5	28524.4	17341.4	29434.5	-291.9	5729.5	1350	2951	2.186
2014	Q2	3235.5	29388	17679.9	29341.4	-62.2	6100.5	1325	1866	1.408
2014	Q3	3511.5	29746.3	18043.3	29768.8	-207	6832.5	1785	3188	1.786
2014	Q4	3418.5	30261	17852.8	30037.8	-22.4	6774.6	1475	2055	1.393
2015	Q1	2696.5	31145.4	17794.2	30541.6	78.7	6020.4	625	1773	2.837
2015	Q2	2746.5	31783.8	18064.2	30876.3	-302.2	6376.4	675	1913	2.834
2015	Q3	3171	32245.8	18409.8	31012.3	-432.2	7152.7	550	1320	2.400
2015	Q4	2957.5	32598.5	18704.5	31222.3	-271	7087.9	1750	2906	1.661

تابع ملحق رقم(1): بيانات متغيرات النموذج القياسي

السنة	الربع	إصدارات اذونات الخزينة	المعروض من البنوك لشراء الأذونات	إصدارات السندات	المعروض من البنوك لشراء السندات	معدل تغطية الأذونات **Y2**	معدل تغطية السندات **Y3**	نسبة الودائع بفوائد إلى إجمالي الودائع **X1**	نسبة ائتمان القطاع الخاص الى اجمالي الائتمان **X2**	نسبة العجز / الوفر بعد المنح للناتج المحلي الاجمالي **X3**	سعر الإقراض الرئيسي **X4**
2005	Q1	100	138.5	0.0	0.0	1.385	0.000	0.027	0.742	0.063	0.065
2005	Q2	400	633.5	100.0	186.0	1.584	1.860	0.016	0.738	-0.089	0.065
2005	Q3	200	266.0	300.0	481.0	1.330	1.603	0.015	0.741	-0.054	0.065
2005	Q4	400	846.5	100.0	120.0	2.116	1.200	0.026	0.736	-0.113	0.070
2006	Q1	100	207.5	150.0	284.3	2.075	1.895	0.038	0.775	0.084	0.068
2006	Q2	150	329.5	150.0	251.0	2.197	1.673	0.005	0.764	-0.047	0.068
2006	Q3	200	412.1	100.0	205.1	2.061	2.051	0.009	0.781	-0.001	0.068
2006	Q4	150	285.6	150.0	245.6	1.904	1.637	0.002	0.764	-0.181	0.075
2007	Q1	100	224.0	0.0	0.0	2.240	0.000	0.014	0.772	0.073	0.075
2007	Q2	150	441.1	150.0	314.0	2.941	2.093	0.006	0.775	-0.030	0.081
2007	Q3	150	325.0	150.0	248.0	2.167	1.653	0.012	0.775	-0.007	0.082
2007	Q4	400	535.0	242.5	296.1	1.338	1.221	0.013	0.749	-0.216	0.082
2008	Q1	300	602.5	362.2	437.0	2.008	1.207	0.015	0.722	0.038	0.082
2008	Q2	450	610.5	303.0	583.1	1.356	1.924	0.020	0.728	-0.044	0.083
2008	Q3	100	157.0	450.0	748.1	1.570	1.662	0.011	0.724	-0.071	0.084
2008	Q4	666	1178.3	250.0	464.3	1.769	1.875	0.058	0.691	-0.086	0.085
2009	Q1	368	1363.9	420.0	1229.2	3.706	2.927	0.130	0.686	-0.042	0.085
2009	Q2	650	1715.7	534.0	1145.1	2.640	2.144	0.172	0.678	-0.092	0.084
2009	Q3	825	1928.3	300.0	776.8	2.337	2.589	0.187	0.666	-0.070	0.084
2009	Q4	916	2222.0	400.0	1046.3	2.426	2.616	0.197	0.665	-0.133	0.083
2010	Q1	150	434.0	550.0	1458.4	2.893	2.652	0.202	0.677	0.003	0.082
2010	Q2	520	1058.5	899.3	1792.0	2.036	1.993	0.170	0.671	-0.040	0.082

2010	Q3	552.5	1139.8	790.5	2115.6	2.063	2.676	0.156	0.666	-0.083	0.082
السنة	الربع	إصدارات اذونات الخزينة	المعروض من البنوك لشراء الأذونات	إصدارات السندات	المعروض من البنوك لشراء السندات	معدل تغطية الأذونات Y2	معدل تغطية السندات Y3	نسبة الودائع بفوائد إلى إجمالي الودائع X1	نسبة ائتمان القطاع الخاص الى اجمالي الائتمان X2	نسبة العجز / الوفر بعد المنح للناتج المحلي الاجمالي X3	سعر الإقراض الرئيسي X4
2010	Q4	477	1023.4	526.6	1243.5	2.145	2.361	0.182	0.669	-0.090	0.082
2011	Q1	670.5	1167.5	557.6	1249.3	1.741	2.240	0.137	0.669	-0.053	0.082
2011	Q2	237.5	490.8	513.7	1027.7	2.067	2.001	0.126	0.668	-0.004	0.082
2011	Q3	125	293.0	314.7	758.4	2.344	2.410	0.145	0.664	0.021	0.082
2011	Q4	631	926.5	1146.8	1994.4	1.468	1.739	0.122	0.634	-0.224	0.082
2012	Q1	650	828.0	637.5	1242.3	1.274	1.949	0.104	0.624	-0.034	0.083
2012	Q2	125	134.5	1475.0	1682.1	1.076	1.140	0.078	0.610	-0.047	0.083
2012	Q3	425	522.5	1050.0	1186.4	1.229	1.130	0.083	0.602	-0.107	0.084
2012	Q4	305	310.0	1145.0	1167.6	1.016	1.020	0.071	0.590	-0.131	0.087
2013	Q1	190	193.5	1330.0	2363.0	1.018	1.777	0.091	0.591	-0.033	0.089
2013	Q2	75	180.5	900.0	1903.1	2.407	2.115	0.093	0.591	-0.023	0.089
2013	Q3	200	258.0	950.0	1530.6	1.290	1.611	0.111	0.582	-0.067	0.089
2013	Q4	50	146.0	1145.0	2245.3	2.920	1.961	0.116	0.587	-0.089	0.089
2014	Q1	175	471.3	1175.0	2479.7	2.693	2.110	0.112	0.589	-0.051	0.088
2014	Q2	125	164.6	1200.0	1701.1	1.317	1.418	0.110	0.603	-0.010	0.087
2014	Q3	200	434.0	1585.0	2754.4	2.170	1.738	0.118	0.606	-0.030	0.087
2014	Q4	150	211.0	1325.0	1843.5	1.407	1.391	0.113	0.594	-0.003	0.087
2015	Q1	75	228.0	550.0	1544.5	3.040	2.808	0.087	0.583	0.013	0.085
2015	Q2	0	0.0	675.0	1912.8	0.000	2.834	0.086	0.585	-0.047	0.085
2015	Q3	50	140.0	500.0	1180.3	2.800	2.361	0.098	0.594	-0.060	0.084
2015	Q4	0	0.0	1750.0	2905.9	0.000	1.661	0.091	0.599	-0.038	0.084

ملحق رقم(2): نتائج التحليل القياسي بإستخدام برمجية Eviews

-1 إختبار إستقرار السلاسل الزمنية(Augmented Dicky-Fuller)

1- Null Hypothesis: Y1 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic			
0.0039	-3.939208	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.592462		1% level	Test critical values:
	-2.931404		5% level	
	-2.603944		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(Y)

Method: Least Squares

Date: 09/21/17 Time: 11:01

Sample (adjusted): 2005Q2 2015Q4

Included observations: 43 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0003	-3.939208	0.136538	-0.537853	Y(-1)
0.0004	3.841191	0.274880	1.055866	C

0.006302	Mean dependent var	0.274559	R-squared
0.514146	S.D. dependent var	0.256865	Adjusted R-squared
1.255900	Akaike info criterion	0.443221	S.E. of regression
1.337816	Schwarz criterion	8.054249	Sum squared resid
1.286108	Hannan-Quinn criter.	-25.00185	Log likelihood
1.976855	Durbin-Watson stat	15.51736	F-statistic
		0.000311	Prob(F-statistic)

2- Null Hypothesis: D(X1) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-4.818502	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.621185	1% level	Test critical values:
	-1.948886	5% level	
	-1.611932	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(X1,2)

Method: Least Squares

Date: 09/21/17 Time: 11:04

Sample (adjusted): 2005Q3 2015Q4

Included observations: 42 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-4.818502	0.149677	-0.721217	D(X1(-1))

9.52E-05	Mean dependent var	0.361541	R-squared
0.025947	S.D. dependent var	0.361541	Adjusted R-squared
-4.890679	Akaike info criterion	0.020733	S.E. of regression
-4.849306	Schwarz criterion	0.017624	Sum squared resid
-4.875514	Hannan-Quinn criter.	103.7043	Log likelihood
		2.003867	Durbin-Watson stat

3-Null Hypothesis: D(X2) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-5.913360	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.621185	1% level	Test critical values:
	-1.948886	5% level	
	-1.611932	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(X2,2)

Method: Least Squares

Date: 09/21/17 Time: 11:05

Sample (adjusted): 2005Q3 2015Q4

Included observations: 42 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-5.913360	0.155783	-0.921202	D(X2(-1))

0.000214	Mean dependent var	0.460222	R-squared
0.018270	S.D. dependent var	0.460222	Adjusted R-squared
-5.760220	Akaike info criterion	0.013423	S.E. of regression
-5.718847	Schwarz criterion	0.007387	Sum squared resid
-5.745055	Hannan-Quinn criter.	121.9646	Log likelihood
		2.021411	Durbin-Watson stat

4-Null Hypothesis: D(X3) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-12.16871	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.605593	1% level	Test critical values:
	-2.936942	5% level	
	-2.606857	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(X3,2)

Method: Least Squares

Date: 09/21/17 Time: 11:07

Sample (adjusted): 2006Q1 2015Q4

Included observations: 40 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-12.16871	0.289618	-3.524273	D(X3(-1))
0.0000	7.148270	0.218497	1.561878	D(X3(-1),2)
0.0000	6.758381	0.107036	0.723387	D(X3(-2),2)
0.8470	0.194323	0.008783	0.001707	C

0.002025	Mean dependent var	0.921962	R-squared
0.191040	S.D. dependent var	0.915459	Adjusted R-squared
-2.848545	Akaike info criterion	0.055547	S.E. of regression
-2.679657	Schwarz criterion	0.111076	Sum squared resid
-2.787480	Hannan-Quinn criter.	60.97090	Log likelihood
2.251612	Durbin-Watson stat	141.7714	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

5-Null Hypothesis: D(X4) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-6.012049	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.621185	1% level	Test critical values:
	-1.948886	5% level	
	-1.611932	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(X4,2)

Method: Least Squares

Date: 09/21/17 Time: 11:08

Sample (adjusted): 2005Q3 2015Q4

Included observations: 42 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.012049	0.155864	-0.937063	D(X4(-1))

0.000000	Mean dependent var	0.468531	R-squared
0.002557	S.D. dependent var	0.468531	Adjusted R-squared
-9.708808	Akaike info criterion	0.001864	S.E. of regression
-9.667435	Schwarz criterion	0.000142	Sum squared resid
-9.693643	Hannan-Quinn criter.	204.8850	Log likelihood
		2.041891	Durbin-Watson stat

6-Null Hypothesis: Y2 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-6.184771	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.592462	1% level	Test critical values:
	-2.931404	5% level	
	-2.603944	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(Y)

Method: Least Squares

Date: 09/21/17 Time: 11:27

Sample (adjusted): 2005Q2 2015Q4

Included observations: 43 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.184771	0.165011	-1.020554	Y(-1)
0.0000	5.589437	0.335058	1.872786	C

-0.032209	Mean dependent var	0.482659	R-squared
1.187900	S.D. dependent var	0.470041	Adjusted R-squared
2.592691	Akaike info criterion	0.864771	S.E. of regression
2.674608	Schwarz criterion	30.66099	Sum squared resid
2.622900	Hannan-Quinn criter.	-53.74287	Log likelihood
1.890753	Durbin-Watson stat	38.25140	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

7-Null Hypothesis: Y3 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-5.966397	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.592462	1% level	Test critical values:
	-2.931404	5% level	
	-2.603944	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 09/21/17 Time: 11:56
Sample (adjusted): 2005Q2 2015Q4
Included observations: 43 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-5.966397	0.141097	-0.841838	Y(-1)
0.0000	5.709198	0.272147	1.553740	C

0.038628	Mean dependent var	0.464737	R-squared
0.866669	S.D. dependent var	0.451682	Adjusted R-squared
1.996175	Akaike info criterion	0.641755	S.E. of regression
2.078091	Schwarz criterion	16.88583	Sum squared resid
2.026383	Hannan-Quinn criter.	-40.91776	Log likelihood
1.971149	Durbin-Watson stat	35.59789	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

2-إختبار التكامل المشترك(Johansen Cointegration):

Date: 10/12/17 Time: 09:58
Sample (adjusted): 2005Q4 2015Q4
Included observations: 41 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
Series: Y1 X1 X2 X3 X4 النموذج الأول
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0000	88.80380	149.4938	0.829770	None *
0.0028	63.87610	76.89897	0.624505	At most 1 *
0.1806	42.91525	36.73903	0.349199	At most 2
0.2733	25.87211	19.12742	0.278842	At most 3
0.4960	12.51798	5.724644	0.130316	At most 4

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Prob.**	0.05 Critical Value	Max-Eigen Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0000	38.33101	72.59486	0.829770	None *
0.0042	32.11832	40.15994	0.624505	At most 1 *
0.4075	25.82321	17.61161	0.349199	At most 2
0.2966	19.38704	13.40278	0.278842	At most 3
0.4960	12.51798	5.724644	0.130316	At most 4

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Date: 10/12/17 Time: 10:05

Sample (adjusted): 2005Q4 2015Q4

Included observations: 41 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: Y2 X1 X2 X3 X4 النموذج الثاني

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0003	69.81889	92.65386	0.599165	None *
0.0088	47.85613	55.17148	0.488666	At most 1 *
0.0863	29.79707	27.67147	0.291985	At most 2
0.0973	15.49471	13.51458	0.244527	At most 3
0.1555	3.841466	2.017730	0.048022	At most 4

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Prob.**	0.05 Critical Value	Max-Eigen Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0177	33.87687	37.48237	0.599165	None *

0.0512	27.58434	27.50001	0.488666	At most 1
0.3523	21.13162	14.15689	0.291985	At most 2
0.1310	14.26460	11.49685	0.244527	At most 3
0.1555	3.841466	2.017730	0.048022	At most 4

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Date: 10/12/17   Time: 10:07

Sample (adjusted): 2005Q4 2015Q4

Included observations: 41 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)

Series: Y3 X1 X2 X3 X4النموذج الثالث

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0000	88.80380	131.9495	0.778529	None *
0.0135	63.87610	70.14344	0.583138	At most 1 *
0.2764	42.91525	34.26840	0.327591	At most 2
0.3442	25.87211	17.99598	0.285444	At most 3
0.7107	12.51798	4.216149	0.097722	At most 4

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Prob.**	0.05 Critical Value	Max-Eigen Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0000	38.33101	61.80610	0.778529	None *
0.0165	32.11832	35.87503	0.583138	At most 1 *
0.5205	25.82321	16.27243	0.327591	At most 2
0.2692	19.38704	13.77983	0.285444	At most 3
0.7107	12.51798	4.216149	0.097722	At most 4

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

3-مخرجات التقدير بإستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدّلة كلياً(Fully Modified OLS):

Dependent Variable**: <u>Y1(النموذج الأول)</u>**
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 09/23/17 Time: 21:13
Sample (adjusted): 2005Q2 2015Q4
Included observations: 43 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C
Long-run covariance estimate (Prewhitening with lags = 1, Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0003	3.995220	1.254904	5.013616	X1
0.0084	2.782674	1.441766	4.011965	X2
0.0272	2.296969	0.972795	2.234480	X3
0.0773	1.815650	14.39790	26.14155	X4
0.1144	-1.615835	1.952366	-3.154702	C

1.957698	Mean dependent var	0.291464	R-squared
0.495331	S.D. dependent var	0.216881	Adjusted R-squared
7.301336	Sum squared resid	0.438338	S.E. of regression
		0.160192	Long-run variance

Dependent Variable: **<u>Y2(النموذج الثانى)</u>**
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 09/23/17 Time: 21:17
Sample (adjusted): 2005Q2 2015Q4
Included observations: 43 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C
Long-run covariance estimate (Prewhitening with lags = 2, Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0004	3.917417	1.468857	5.754123	X1

0.0020	3.326552	1.687578	5.613815	X2
0.0464	2.058541	1.138650	2.343957	X3
0.0534	1.993928	16.85265	33.60297	X4
0.0340	-2.199716	2.285232	-5.026862	C

1.834419	Mean dependent var	0.197206	R-squared
0.854576	S.D. dependent var	0.112702	Adjusted R-squared
24.62377	Sum squared resid	0.804981	S.E. of regression
		0.219472	Long-run variance

Dependent Variable: **Y3(النموذج الثالث)**

Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)

Date: 09/23/17 Time: 21:22

Sample (adjusted): 2005Q2 2015Q4

Included observations: 43 after adjustments

Cointegrating equation deterministics: C @TREND

Long-run covariance estimate (Prewhitening with lags = 2, Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	9.837685	0.729261	7.174242	X1
0.0000	6.206466	1.791585	11.11941	X2
0.0143	-2.569843	0.595810	-1.531137	X3
0.0588	-1.950226	8.927759	-17.41115	X4
0.0002	-4.122772	1.518080	-6.258698	C
0.0000	6.006939	0.010080	0.060548	@TREND

1.838395	Mean dependent var	0.293487	R-squared
0.643712	S.D. dependent var	0.198013	Adjusted R-squared
12.29568	Sum squared resid	0.576468	S.E. of regression
		0.052433	Long-run variance

FINANCING THE PUBLIC DEFICIT IN JORDAN: DIFFICULTIES AND EFFECTS, ANALYTICAL STUDY (2005-2015)

By

Bilal Jamal Ahmed Okasheh

Supervisor

Dr. Mohammad Edeinat,Prof.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the difficulties of financing the budget deficit and the effects of these difficulties on the public finances in Jordan during the period 2005-2015, through studying and analyzing the development of the budget deficit and the reasons that led to the continuation and increase of this deficit. And Analysis of the funding balance, in terms of sources of funding and uses, and changes in borrowing methods. The study suggested a new indicator of the difficulty of internal borrowing to finance the budget deficit, the Bid-to-Cover ratio. The study included an in-depth analysis of the coverage rates on Treasury bills and bonds by studying and analyzing the growth of deposit volume and change In excess liquidity of the banking system, and their impact on rates of coverage, and on interest rates on treasury bills and bonds.

The analytical methods were expanded. The study expanded by quantitative and descriptive analysis using analytical tables, which included data analysis, growth ratios, trend analysis of variables, interpretation of economic and financial relations. and the Economitrics analysis method was also used.

The main findings of the study showed that the government's continued expansion in internal borrowing has put pressure on the liquidity of the banking system. The Bid-to Cover ratio on government securities auctions has fallen, accompanied by a rise in interest rates. The difficulty of internal borrowing also led to the government's tendency towards external borrowing to finance the deficit. However, external borrowing conditions were not easy due to Jordan's downgrade by rating agencies. To Solve this problem the government has sought to the US government's gurantee, in order to issue Eurobonds in the global financial markets at a reasonable rate of interest, as the United States has a high credit rating.

The study presented a number of recommendations; the government should adopt appropriate economic and financial policies and procedures that contribute to economic growth, re-prioritize government expenditure according to the Result Oriented Budget. and activate the Public-Private Partnership Law (PPP)), and senthesis the local secondary financial market to become the main entity in which government securities are traded.